

Die Essen-Düsseldorfer Börse in der Nachkriegszeit.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung

der wirtschaftswissenschaftlichen Doktorwürde

einer

Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der Westfälischen Wilhelms-Universität

zu Münster i. W.

vorgelegt von

Hans Schichtel

aus Oberehnheim.

1928

Druck: Wuppertaler Druckerei A.-G., Elberfeld.

Referent:
Prof. Dr. W. F. Bruck.



Inhaltsverzeichnis.

	Seite
Einleitung:	
Die Entwicklung der Börse	5
Der Effektenhandel an der E. D. Börse	6
Die Gewerkschaften	6
Die Rentabilität der Kuxe	10
Die Interessenten des Kuxenmarktes:	
Kunden.	
a) Eigenkapitalisten	11
b) Die Industriegesellschaften	17
c) Spekulanten	19
Banken.	
a) Beim Emissionshandel	23
b) Als Vermittler zwischen Börse und Publikum	25
c) Die Spannungen zwischen Geld- und Briefkursen	32
Die Technik der Essen-Düsseldorfer Börse	38
a) Die Börsenordnung	39
b) Die Zulassung der Effekten zum Börsenhandel	41
c) Die Kursfestsetzung	47
d) Der amtliche und der nichtamtliche Verkehr	51
e) Der inoffizielle Handel	53
Die Abwicklung der Börsengeschäfte	54
a) Zwischen den Banken	54
b) Zwischen Bank und Kunden	56
Der Kreis der Effekten	57
Der Kapitalwert der amtlichen Werte	60
Der Effektenhandel und die Kursentwicklung im Kriege und in der Inflationszeit	63
Veränderungen innerhalb der an der Essen-Düsseldorfer Börse gehandelten Wertpapiere und die Umsätze auf dem Kuxen- und Aktienmarkt	87
Maßnahmen des Börsenvorstandes zur Förderung der Geschäfts- tätigkeit	91
Der Terminhandel	92



Digitized by the Internet Archive
in 2026

Einleitung.

Die E. D. Börse, vor allem die Effektenbörse, hat sich aus den losen unregelmäßigen Zusammenkünften der Kaufleute und der Bankiers in den sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts entwickelt. Schon im Jahre 1865 wurden Richtlinien aufgestellt für Waren und Werte, die an der E. D. Börse gehandelt werden sollten.

Ursprünglich war der Kreis dieser Waren und Werte viel weiter gefaßt als heute. Es wurden als besondere Zweige erwähnt: *)

1. Mobile Werte (Effekten, Kuxe, Aktien, Obligationen).
2. Getreide, Saaten, Spiritus, Oele, Fette.
3. Felle, Leder, Wollstoffe, Manufakturwaren.
4. Kolonialwaren, Chemikalien, Drogen, Glas.
5. Metalle, Kohle, Erze.
6. Baumaterialien.

Aus dieser Aufstellung, die aus dem Jahre 1880 stammt, geht hervor, daß der Handel in Wertpapieren, der jetzt voll und ganz die E. D. Börse beherrscht, in der ersten Zeit eine wenn nicht untergeordnete, so doch zumindest nur eine nebengeordnete Bedeutung hatte. Größere Bedeutung hatte die Börse damals für den Kohlenhandel, und die regelmäßig notierten Kohlenpreise für ungefähr 30 Kohlensorten waren dem Publikum und auch den kleineren Händlern wichtige Richtlinien. Durch diese Kohlenpreisnotierungen wurde auch in der Zeit vor der Gründung des Syndikats die Entstehung der Kohlenverkaufsvereinigungen und der Förderkonventionen begünstigt. Die Gründung des Rh.-W. Kohlensyndikats im Jahre 1893 bewirkte den Austritt vieler Zechen und Kohlenhändler aus der Börse, die Kohlenpreisnotierungen wurden bis zum Juli 1914 beibehalten, wenn auch bloß als Wiederholung der Syndikatspreise.

Die staatliche Anerkennung erfolgte für die Essener Börse im Jahre 1880. Die Börse in Düsseldorf hatte damals noch mehr den Charakter einer Warenbörse. Als ihr von der Regierung im Jahre 1880 empfohlen wurde, auch wie die Börse von Essen die staatliche Anerkennung nachzusuchen, glaubte der Börsenverein dieser Anregung nicht entsprechen zu können. Er führte

*) Festschrift zur Einweihung der Düsseldorfer Börse, 1924.

in seiner Begründung hierzu aus, daß ja die Börse von Essen nur die Anerkennung der Notierungen für montanindustrielle Werte nachgesucht habe und eine solche für Düsseldorf wegen seiner ausgesprochenen Warenbörse nicht nötig sei. In dem Rundschreiben des Börsenvereins im März 1881 heißt es wörtlich: „Mannigfache tiefgreifende Aenderungen in unseren Grundlagen und Dispositionen würden erforderlich geworden sein, und so glaubte der Ausschuß unter aufrichtigem Dank für die hohe Aufmerksamkeit der königlichen Regierung und vollkommener Würdigung des Nimbus, welche eine solche Sanktion unserer Börse verleihen würde, vorläufig von weiteren Schritten in dieser Angelegenheit absehen zu müssen.“

Aber durch die schnelle Entwicklung des Effektenhandels, besonders des Handels in Kuxen, sah sich die Börsenvereinigung bald zur Aufgabe ihres bisherigen Standpunktes veranlaßt. Die staatliche Anerkennung ist durch Genehmigung der Börsenordnung für die Stadt Düsseldorf am 18. Juni 1884 erfolgt.

Die neue Börsenordnung hat den Kreis der Waren und Werte wesentlich geändert. Dadurch, daß es jetzt die Hauptaufgabe der Börse ist, den Kaufleuten Gelegenheit zur Besprechung zum Abschluß von Geschäften in Erzeugnissen und Werten der montan- und metallurgischen Industrie zu geben, werden zu gleicher Zeit die Geschäfte in anderen Waren, wie sie früher in der Hauptsache an der Düsseldorfer Börse abgeschlossen wurden, ganz fallen gelassen, zumal der Handel in diesen Waren auch schon damals nicht über den Bedarf der ortsansässigen Industrie und der in der Nähe wohnenden Konsumenten hinausging.

Wenn auch heute noch neben der Effektenbörse die sogenannte Produktenbörse in Essen und die Ende 1923 wieder neu eingerichtete Schrottbörse in Düsseldorf besteht, so liegt doch unbedingt der Schwerpunkt der Börse im Effektenhandel und zwar ist es besonders der Kuxenhandel, der der E. D. Börse ihre heutige Bedeutung gegeben hat, und in dem sie von ihren kleinsten Anfängen bis heute das unumstrittene Monopol in Deutschland besitzt.

Der Effektenhandel an der Essener und Düsseldorfer Börse.

Die Gewerkschaften.

Die heutige Gewerkschaft hat ihren Ursprung in der spätmittelalterlichen Arbeitsgemeinschaft zur Gewinnung von Kohlen oder sonstigen Bodenschätzen. Bei dem damals üblichen Tage- oder Stollenbau waren keine großen Kapitalien nötig.

Die Gewerken, d. h. die Inhaber von Gewerkschaftsanteilen, Kuxen, betrieben den Abbau meist ohne fremde Hilfskräfte und verkauften auch ihre Produkte selbst. Den mit der Zeit größer werdenden Bedarf an Brennstoffen und Erzen konnten die Gewerkschaften früherer Zeit nicht mehr produzieren und so entwickelte sich die Gewerkschaft schon früh, schon im 18. Jahrhundert zur Kapitalgesellschaft. Die Gewerken produzierten nicht mehr selbst, ihre Tätigkeit war jetzt die Organisation und die Finanzierung der Gewerkschaft.

Die Gewerkschaft neueren Rechtes ist eine juristische Person, ihre Mitglieder, die Gewerken, haften nicht mehr wie früher Dritten, sondern nur der Gewerkschaft selbst gegenüber und zwar beschränkt sich die Haftung praktisch nur auf die Höhe der Zubeßen, die von der Gewerkschaft ausgeschrieben und von der Gewerkenversammlung genehmigt werden. Rechtlich haftet der Gewerke der Gewerkschaft mit seinem ganzen Vermögen, er kann sich aber von der Haftung befreien, wenn er der Gewerkschaft seinen oder seine Anteile zur Verfügung stellt.

Die Gewerkschaft verfügt bei ihrer Gründung über kein Grundkapital. Der Kapitalbedarf wird von Fall zu Fall durch Ausschreibung von Zubeßen gedeckt. Diese verhältnismäßig leichte Gründung einer Gewerkschaft hat aber auch ihre Nachteile. Da nämlich zur Gründung der Gewerkschaft nur das Schürfrecht oder gar nur die Bohrkonzession nötig ist, sind leichtsinnige und vielleicht auch betrügerische Gründungen sehr leicht möglich. Der Absatz der Kuxe erfolgt in diesem Falle durch Agenten, die den Erwerber durch alle möglichen Vorspiegelungen zum Erwerb eines solchen, vorläufig noch vollständig wertlosen und unrentablen Kuxes zu verleiten suchen. Diese Art der Gründung und Finanzierung wurde in den letzten Jahrzehnten des vorigen Jahrhunderts und vor allem bei der Gründung von Kaligewerkschaften betrieben, während der Kohlenbergbau schon allein durch die im Kohlenrevier ansässigen Kapitalisten von vornherein über eine solidere Basis verfügte.

Die Stückelung der Gewerkschaftsanteile war früher 128 Anteile, seit dem Berggesetz von 1865 war neben der 128 teiligen Gewerkschaft auch noch eine Teilung in hundert und in Ausnahmefällen in tausend Teile möglich. Die tausendteilige Gewerkschaft ist seit ungefähr 50 Jahren die übliche, zumal eine Tausendteilung auch die Voraussetzung zum Börsenhandel ist. Der Erlaß des Reichskanzlers vom 4. Juni 1910 besagt nämlich: „Wertpapiere, die nicht auf einen Geldbetrag lauten und zum Börsenhandel zugelassen werden sollen, müssen mindestens 1000 Teile haben.“ Durch diesen Erlaß ist durch

die Worte „mindestens 1000 Teile“, die Möglichkeit noch höher teiligerer Gewerkschaften gegeben. Von dieser Möglichkeit hat man seit 1910 sowohl im Kohlen- als auch besonders im Kalibergbau Gebrauch gemacht. Es gibt heute sowohl 1000 als auch mehrtausendteilige Gewerkschaften. Die gebräuchlichsten Stückelungen sind 1000, 2000, 3000, 4000, 5000 und vereinzelt auch 25 000.

Die Gesellschaftsform der Gewerkschaft bietet nun gerade für den Bergbau, gegenüber anderen Unternehmungsformen mancherlei Vorteile. Die sonst am meisten gebräuchlichste Unternehmungsform in der Industrie ist die Aktiengesellschaft. Sie ist aber für den Bergbau, vor allem in seiner Entwicklungszeit sehr wenig geeignet. Vor allem besteht für ein Bergwerk, dessen Rentabilitätszeitpunkt sich von vornherein gar nicht feststellen läßt, die Notwendigkeit fortdauernder gesicherter Kapitalbeschaffung. Zuweilen ist auch ein festes Kapital, wie es vielleicht eine A.-G. ausschreiben würde, gar nicht nötig, z. B. wenn man schon früh auf Bodenschätze stößt und so nach kurzer Zeit schon mit dem Abbau beginnen kann. Bei einer A.-G. wird dagegen die Rentabilität einer festen Kapitalsumme, gleich vom Zeitpunkt der Gründung an, angestrebt und auch durchweg erreicht. Durch das begebene Aktienkapital ist zumindest das ganze Anlagevermögen, wenn nicht sogar auch ein Teil des Betriebsvermögens gedeckt. Es ist der A.-G. auch viel leichter, auf dem Anleihemarkt Kredit zu bekommen, da sie als Anlagewerte in den meisten Fällen Sachen besitzt, deren Wert, abgesehen von der Abnutzung, stabil bleibt. Nur selten und im gewöhnlichen Geschäftsbetrieb fast gar nicht, deckt die A.-G. ihren Geldbedarf durch Kapitalerhöhung. Eine Kapitalerhöhung erfolgt bei der A.-G. meist nur in zwei Fällen, nämlich 1. bei Betriebserweiterungen, dann ist sie auch gerechtfertigt dadurch, daß als Gegenwert für das neue Kapital neue Anlagewerte entstehen; 2. im Fall einer Sanierung, bei der gewöhnlich das ursprüngliche Kapital zusammengelegt und nach der Zusammenlegung erhöht wird. Dies ist eine Geldbeschaffung, die praktisch der Zubeßzahlung bei einer Gewerkschaft gleichkommt.

Bei der Gewerkschaft ist die Höhe des zu verwendenden Kapitals im voraus nicht zu übersehen. Selbst die Fortschritte der Technik, die genaue Kenntnis der Bodenverhältnisse, das Vorhandensein von Bodenschätzen, die man durch Bohrungen festgestellt hat, oder der Vergleich mit Nachbargruben, lassen eine genaue Berechnung nicht zu. Außer der Beschaffenheit des Erdreichs, das für das Abteufen eines Schachtes von großer Wichtigkeit ist, können im Bergbau vor und auch noch während der Inbetriebnahme unvorhergesehene Zwischenfälle, wie Wassereinbrüche, Verschiebungen, Verwerfungen, Schacht- und

Streckenbrüche eintreten, die eine Aenderung der Dispositionen in technischer und vor allem in finanzieller Hinsicht nötig machen. Weiter haben die Anlagewerte eines Bergwerks, weil ihre Rentabilität von so vielen Zufälligkeiten abhängig ist, und weil der evtl. Verkaufswert, wenigstens der der Untertageanlagen, fast immer gleich Null ist, nicht die Eigenschaft, so als Sicherungen für Kredite dienen zu können, wie z. B. die Maschinenanlagen einer Fabrik.

Für den Bergbau ist also eine gesicherte unbeschränkte Kapitalbeschaffungsmöglichkeit unbedingt notwendig, wenigstens so lange, wie das Bergwerk noch im Ausbau begriffen ist und noch keinen Ertrag abwirft. Diese Möglichkeit der unbeschränkten Kapitalbeschaffung ist in der Struktur der Gewerkschaft gegeben insofern, als die Kapitalbeschaffung durch Einziehung von Zubeuße geschieht. Die Zubeuße wird von der Gewerkschaftenversammlung, dem obersten Organ der Gewerkschaft, festgesetzt. Die Zubeußebezahlungen brauchen bei der Gewerkschaft, vor allem wenn sie noch im Ausbau begriffen ist, durchaus kein Zeichen für einen schlechten Geschäftsgang zu sein, ebensowenig kann man von der Höhe der insgesamt eingezogenen Zubeußen Rückschlüsse auf den Wert des Unternehmens ziehen, denn die Zubeuße kann sowohl zur normalen Kapitalbeschaffung, zum Ausbau oder zur Erweiterung eines Werkes, als auch im anderen Falle, zur Sanierung ausgeschrieben werden.

Die Gewerkschaft als Gesellschaftsform schließt für den einzelnen Gewerker immer ein größeres Risiko in sich, als irgend eine andere juristische Form der Erwerbsgesellschaft. Man geht deshalb, vor allem nach vollendetem Ausbau, teilweise dazu über, die Gewerkschaft in eine Aktiengesellschaft umzuwandeln, einmal um das Risiko der Gesellschafter zu vermindern, denn als Aktionär haftet der Gesellschafter nur mit seinem Aktienbesitz, und auf der anderen Seite ist es der Aktiengesellschaft leichter, auf Grund ihrer größeren Öffentlichkeit in der Geschäftsführung und ihrer strafferen gesetzlichen Bindung Kredite zu erlangen. Hierzu kommt auch noch der Umstand, daß die Gewerkschaften zum großen Teil ihre Bilanzen geheimhalten oder wenigstens in den meisten Fällen nur den näheren Interessenten, in erster Linie also den Gewerkeren zugänglich machen. Der Öffentlichkeit ist es fast nie möglich, durch Gewerkschaftsbilanzen einen Einblick in die Geschäftstätigkeit der Bergwerksunternehmen zu erhalten. Selbst die Kurse der einzelnen Kuxe und die Höhe der Ausbeute oder Zubeuße bieten nur sehr unzuverlässige Anhaltspunkte. Wenn auch in der letzten Zeit einige Gewerkschaften dazu übergegangen sind, in gewissen Zeitabständen eine Ausbeute zu verteilen, so liegt

dies zum Teil an der günstigen Konjunktur, unter der der Kohlenbergbau während und nach der Zeit des englischen Bergarbeiterstreikes arbeiten konnte, zum Teil aber auch daran, daß das kuxenbesitzende Publikum der dauernden Rentabilitätslosigkeit seines in Kuxen angelegten Kapitals überdrüssig war und dazu überging, seinen Kuxenbesitz in Aktien und festverzinsliche Werte umzutauschen.

Die Rentabilität der Kuxe.

Die für das Jahr 1926 bei den Gewerkschaften seit langer Zeit einmal wieder verteilte Ausbeute läßt noch besonders bei den Kohlenkuxen auf eine sehr geringe Rentabilität schließen, eine Rentabilität, die noch weit unter der durchschnittlichen Friedensrentabilität liegt. Die für die Vorkriegszeit festgestellte Rentabilität, d. h. der prozentuale Ertrag, dem bei Aktien und Obligationen die sogenannte Realverzinsung entspricht, liegt für Kohlenkuxe zwischen 2,1 % und 6 % und beträgt im Durchschnitt, unter Berücksichtigung des jeweiligen Kapitalwertes 4,9 %. Der absolute Durchschnitt ist aber um 4,05 %. Aus diesen Zahlen ist einwandfrei eine größere Rentabilität der hochwertigen Kuxe zu ersehen, wie überhaupt die letzten Jahre gelehrt haben, daß die kleinen und kleinsten Gewerkschaften nicht mehr oder nur unter sehr erschwerenden Verhältnissen lebensfähig sind.

Weiter ist überhaupt die geringe Rentabilität der Kohlenkuxe auffallend. Denn wenn man berücksichtigt, daß der Betrieb eines Bergwerks an sich schon mehr Risiko mit sich bringt, als der einer Aktiengesellschaft, und die durchschnittliche Rentabilität der Aktiengesellschaften in der Vorkriegszeit etwa bei $6\frac{1}{2}$ % lag, so ist die Spanne zwischen Aktien und Kuxenertragnis doch fast 2 %. Die Rentabilität ist hier auf Mk. 1000.— Kapitalsanlage absolut ausgerechnet, nicht etwa auf Mk. 1000.— Nominalaktienbetrag. Das so erhaltene Resultat stellt die Realverzinsung dar.

Diese geringe Rentabilität hat aber auch wohl ihren Grund in der besonderen Struktur der Gewerkschaft. Sie benutzt Gewinne oft zu Betriebserweiterungen, da eine Zubeuße für das Vertrauen des Publikums ihr gegenüber unter Umständen noch weniger zuträglich sein kann, als eine Kapitalerhöhung bei einer Aktiengesellschaft. Die Ausschreibung einer Zubeuße wirkt viel ungünstiger auf den Kurs eines Kuxes als eine Kapitalerhöhung auf den Aktienkurs. Weiter ist eine stille Rücklage in großer Höhe für die Gewerkschaft Notwendigkeit, nicht nur mit Rücksicht auf die allgemeinen Gefahren, denen ein Bergbaubetrieb immer ausgesetzt ist, sondern auch besonders im Hinblick auf

längere Absatzstockungen, die durch Jahreszeit und auch durch die Konjunkturen der kohlenverbrauchenden Industrien oft entstehen.

Die Rentabilität der Kohlenbergwerke im Jahre 1926 war, trotzdem in den Vorjahren kaum eine Ausbeute verteilt wurde, noch sehr gering. Sie erreicht bei fast allen Zechen, vielleicht mit Ausnahme von Ewald, die 2000 Mk. im Jahre 1926 gegen 2200 Mk. im Jahre 1913 verteilt, kaum die Hälfte der Ausbeute von 1913, und macht in Prozenten des durchschnittlichen Jahreskurswertes etwa $2\frac{1}{3}$ —3 % aus. Hierbei ist noch zu berücksichtigen, daß eine ganze Anzahl auch größerer Zechen überhaupt noch keine Ausbeute verteilt hat. Der Durchschnittsertrag des in Gewerkschaften angelegten Kapitals beträgt heute höchstens $2\frac{1}{2}$ — $2\frac{3}{4}$ %. Dies ist im Verhältnis der Dividende der Aktiengesellschaft sehr wenig, und trägt auch viel dazu bei, das reine Kapitalanlagen suchende Publikum vom Kuxenmarkt fernzuhalten.

Die Interessenten des Kuxenmarktes.

Der Kreis der Interessenten für den Kuxenmarkt ist ziemlich klein. Die Mehrzahl aller in Essen und Düsseldorf gehandelten Kohlenkuxe befinden sich noch von früher her in Familienbesitz. Die ersten Erwerber und die Gründer sind meist ortsansässige Kapitalisten, die, ohne nennenswertes fremdes Kapital zu beanspruchen, die Gewerkschaften finanziert haben. Sie kennen schon seit Jahrzehnten aus ihren eigenen Erfahrungen heraus die Geschäftslage der Gewerkschaften und halten nun an ihrem damals erworbenen Kuxenbesitz fest. Für den nichtansässigen oder zugezogenen Kapitalisten bietet der Erwerb von Kuxen keine besonderen Vorteile gegenüber irgendwelchen anderen Anlagen in Effekten. Denn das den Kuxen innewohnende größere Risiko erfordert eine genaue Kenntnis der Geschäftslage. Diese Kenntnis ist aber für den Nichteingeweihten sehr schwer zu erlangen. Es wird also kein Fremder Kuxe erwerben, außer zu spekulativen Zwecken. Es herrscht nämlich noch immer die Ansicht vor, daß der Kux zum Spekulieren sehr geeignet ist. Dies ist aber, zum mindesten an den heutigen Verhältnissen im Kohlenbergbau gemessen, grundfalsch. Nachdem der Bergbau sich nach den ersten Entwicklungsjahren eine feste Basis geschaffen hat, ist der Kux, abgesehen vielleicht von dem ihm innewohnenden Gefahrmoment durchaus nicht spekulativer als Aktien oder Kapitalanteile irgend einer anderen Industrie oder Erwerbsgesellschaft.

Nach all diesen Ueberlegungen ist es überhaupt schwer zu sagen, worin eigentlich der Anreiz zur Kapitalanlage in Kuxen

besteht. Die Rentabilität ist geringer, das Risiko größer; es besteht die Aussicht oder wenigstens die Möglichkeit, bare Zuzahlungen leisten zu müssen, ohne dafür die Garantie entsprechender Kursserhöhungen zu haben. Es bleibt also höchstens das Moment der Kursschwankungen zu berücksichtigen. Diese sind bei Kuxen durchweg höher als bei anderen Effekten, auch höher als bei Aktien.

Die Schwierigkeit einer einwandfreien Orientierung wird auch noch durch die von den meisten Gewerkschaften geübte strenge Zurückhaltung ihrer Geschäftsberichte größer. Manche Gewerkschaften, besonders einige von denen, die größeren Konzernen angeschlossen sind, weigern sich sogar der Börse gegenüber ihre Bilanzen zu veröffentlichen, trotzdem man selbst aus einer nicht erläuterten Bilanz sehr wenig ersehen kann.

Diese Zurückhaltung mag in den Fällen, in denen die Gewerkschaften selbst oder der Konzern die größte Mehrzahl der vorhandenen Kuxe im eigenen Besitz hat, richtig sein, unangebracht ist sie auf jeden Fall, wenn sich ein nennenswerter Anteil der Kuxen im Publikum befindet. Das Publikum hat einmal das Recht zu wissen, wie die Unternehmen arbeiten, in denen es sein Kapital investiert, und zweitens schadet sich die Gesellschaft durch ein solches Gebaren am meisten selbst, denn das Vertrauen des Publikums wird durch eine allzu geringe Oeffentlichkeit in der Geschäftsführung bedroht oder gar erschüttert.

Der Spekulation sind Tür und Tor geöffnet, nirgendwo hat sie einen so fruchtbaren Boden für die Aufnahme falscher oder entstellter Gerüchte, die den Kursstand unberechtigt beeinflussen, wie gerade hier.

Wie man aus den vorhergehenden Ausführungen sieht, kann der Kreis der Interessenten für den Kuxenmarkt nicht allzu groß sein. Die Kunden lassen sich einteilen:

- A. 1. in Eigenkapitalisten, d. h. solche Kapitalisten, die nur mit eigenem Kapital Anlagen in Kuxen machen;
2. Spekulanten, die für ihre Börsentransaktionen fremdes Geld in Anspruch nehmen.
- B. Bei den Geschäften, die die Banken auf dem Kuxenmarkt abschließen, unterscheidet man:
 1. Geschäfte für das eigene Effekten-Konto und Emissionsgeschäfte;
 2. Geschäfte im Auftrage der Kundschaft.

A. 1. Die Großgewerken.

Ein großer Teil der überhaupt vorhandenen Kuxe befindet sich von jeher im Privatbesitz. Familien wie, um nur einige zu nennen: Waldthausen, Krupp, Grillo verfügen schon seit vielen Jahrzehnten, schon vor der Gründung der E. D. Börse über einen ansehnlichen Kuxenbesitz, der bei den meisten wenig Aenderung erfahren hat, deshalb nämlich, weil dieser Besitz meist als der Grundstock des Familienvermögens betrachtet wird und als solcher sehr wenig beweglich ist. Das in Kuxen investierte Kapital ist fast ausnahmslos Eigenkapital der Gewerke, denn die Mehrzahl dieser im Familienbesitz befindlichen Kuxe stammt noch aus der Zeit der Gründung der Gewerkschaften. Damals waren die dazu erforderlichen Kapitalien noch viel kleiner als heute. Den hohen Kapitalwert haben die Kuxe erst nach und nach bekommen und zwar zum Teil aus den Zubeußen, die für Werkseinrichtungen und Verbesserungen von den Gewerken eingezogen wurden, zum Teil aber auch durch nicht verteilte Gewinne, die zum Kapital geschlagen, das Kapital vergrößern und so den Kurswert erhöhen. Es ist hierbei gleichgültig, ob dieses Kapital auch nominell erhöht wird, wie manche Aktiengesellschaften es machen, oder ob das Kapital dasselbe bleibt und die Vermehrung an Geld oder Werten nur kursmäßig zum Ausdruck kommt. Dieser letzte Fall ist für die Gewerkschaften typisch, denn es kann ja bei einer Gewerkschaft das zahlenmäßige Eigenkapital auf der Passivseite der Bilanz gar nicht mit solcher Genauigkeit festgestellt werden, wie bei irgend einer anderen Gesellschaftsform, die ja ein nominiertes Kapital im Sinne des Kapitals einer Aktiengesellschaft oder irgend einer anderen juristischen Person nie bestanden hat. Auch die Summe der Zubeußen ergibt kein zuverlässiges Bild, weil man ja nie weiß, ob für alle Kuxe Zubeußen bezahlt worden ist, oder wieviel Kuxe die Gewerkschaft selbst bei Fälligkeit der Zubeußen zur Verfügung gestellt erhalten hat, die sie später entweder im eigenen Effektenkonto weitergeführt oder sonst irgendwie verwertet hat. Abgesehen davon brauchen die der Gewerkschaft selbst gehörigen Kuxe gar nicht an den augenblicklichen oder späteren Zubeußen teilzunehmen.

Kuxe und Aktien sind voneinander grundverschieden. Nicht nur als Anteile einer Kapitalgesellschaft, wobei der Kux einen ganz bestimmten Bruchteil, $\frac{1}{100}$, $\frac{1}{1000}$ oder ein Vielfaches v. T. der Gewerkschaft darstellt, also eine anteilmäßige Beteiligung ist. Die Aktie ist dieses auch; sie ist aber im Gegensatz zum Kux auf einen bestimmten Nominalbetrag, meist 1000 Mark gestellt, und hat im Augenblick der Gründung, wenn das Kapital voll eingezahlt und dafür Anlagewerte und Betriebsmittel angeschafft sind, auch in den meisten Fällen ihren Nennwert

als Realwert. Sie ist praktisch durchweg ein Inhaberpapier. Die Uebertragung einer Inhaber-Aktie ist nicht an irgendwelche Form geknüpft; Namenaktien kommen in der Praxis nur sehr wenig vor. Die Rechte, die die Aktie verkörpert, vor allem das Recht auf Dividende und das Stimmrecht, können von jedem Inhaber geltend gemacht werden. Auch ist der Aktienbesitzer bei der Gesellschaft offiziell nie registriert. Die Aktie ist neben der Obligation und den Rentenpapieren das unpersönlichste aller Wertpapiere. Sie besitzt alle Eigenschaften, die sie zum beweglichsten aller Wertpapiere macht. Sie hat, soweit sie an einer Börse gehandelt wird, einen festen Kurs und kann zu diesem ohne jede Form ihren Besitzer wechseln, vorausgesetzt natürlich, daß sich ein Käufer für sie findet.

Ganz anders liegen die Verhältnisse beim Kux. Er ist nicht wie die Aktie Teil eines Nominalkapitals der Erwerbsgesellschaft, sondern ein Teil des Kapitals überhaupt. Kapital im Sinne z. B. einer A.-G. gibt es bei einer Gewerkschaft nicht, denn der Kux ist ein Anteilschein, der nicht auf einen Geldbetrag lautet, sondern je nach der in der betreffenden Gewerkschaft üblichen Teilung, $\frac{1}{1000}$ oder das Mehrfache von $\frac{1}{1000}$ der Gewerkschaft darstellt. Seine Uebertragung ist an eine gewisse Form gebunden. Noch in der zweiten Hälfte des vorigen Jahrhunderts war bei Kuxen zur Uebertragung die notarielle Uebertragung und die Eintragung im Grundbuch nötig. Diese beiden Eigenschaften, die der Kux früher besaß, erschwerten natürlich den Eigentumsübergang ganz besonders. Sie sind heute abgeschafft. Der Kux neueren Rechts ist ein Namenspapier und die Eigentumsübertragung geschieht durch einfache Zession, wonach Eintragung des neuen Eigentümers ins Gewerkenbuch erfolgt.

Die schwere Beweglichkeit des Kuxes und seine heute auch noch besonders hervorstechende Eigenschaft als persönliches Wertpapier, haben ihren Einfluß auch auf die Personen der Kuxenbesitzer oder Kuxenerwerber ausgeübt, besonders in früherer Zeit, als der Kux noch mehr als heute an die Person des Eigentümers gebunden war. Für Spekulanten, die ihren Wertpapierbesitz schnell wechseln oder die realisieren müssen, ist er nicht das geeignete Objekt. Er ist dies auch deshalb nicht, weil die Gewerkschaften in den Zeiten ihrer ersten Entwicklung nur 128 oder höchstens 1000 teilig waren, und weil bei der geringen Stückzahl lange nicht immer Umsätze in Kuxen zustande kamen, so daß eine Realisierung sehr oft mit Schwierigkeiten verknüpft sein konnte. Weiter ist der Kux mit Rücksicht auf die in Zukunft möglichen Zubußen zur Spekulation auf kurze Sicht nicht zu gebrauchen. Derjenige, der Kuxen erwirbt, muß sich darüber klar sein, daß mit der Zahlung des Kaufpreises

noch lange nicht alle Verpflichtungen erfüllt zu sein brauchen, die ihm aus dem Besitz eines Kuxes erwachsen können. So muß der Kuxenbesitzer, vor allem wenn er Kuxe einer jungen Gewerkschaft erwirbt, nicht nur den Kaufpreis zahlen können, er muß auch nebenbei noch über eine recht ansehnliche finanzielle Reserve verfügen, um seinen Zulußverpflichtungen nachkommen zu können. Die Zulußen übersteigen mitunter schon in kurzer Zeit, in wenigen Jahren, den Erwerbspreis des Kuxes um ein wesentliches.

Selbstverständlich will der Gewerke an seinen Kuxen verdienen. Er tut es in der Regel, aber gewöhnlich erst nach langer Zeit. Es ist nicht nötig, daß sich dieser Verdienst in einer Dividende darstellt, die bei Kuxen Ausbeute genannt, gewöhnlich in jährlichen oder kleineren Zeitabschnitten zur Ausschüttung gelangt. Gerade bei Kuxen wird der Verdienst der Gewerkschaften sehr oft nicht verteilt, er wird zurückgehalten und zum weiteren Ausbau der Gewerkschaft verwandt oder er bleibt als stille Reserve in der Gewerkschaft und erhöht so ihren Wert und damit auch meistens den Börsenkurs ihrer Kuxe.

Als Kuxenerwerber kommen besonders in der Gründungszeit der Gewerkschaften nur Kapitalisten in Betracht, die nicht nur die Anteile der Gewerkschaften erwerben, sondern ihren Besitz behalten und die Gewerkschaften ausbauen wollen und können, um dann später, aber erst durchweg nach mehreren Jahren an ihrem Kuxenbesitz einen Gewinn zu haben. Es sind dies vor allem die eingesessenen wohlhabenden Familien des Ruhrgebiets, die ihr Vermögen oder den Ertrag ihrer Erwerbsgeschäfte ganz oder zum Teil in Kuxen angelegt haben, die den Kohlenbergbau finanzierten und die sich später auch wesentlich an der Finanzierung des Kalibergbaus beteiligten.

Die Beteiligung der einzelnen Kapitalisten an den Gewerkschaften ist im Normalfall eine ziemlich erhebliche, d. h. sie beschränkt sich nicht auf den Erwerb von wenigen Kuxen. Oft erwirbt oder gründet der Kapitalist die Gewerkschaft ganz allein, betreibt sie auch allein weiter und baut sie auch weiter auf, soweit sein Vermögen ihm dies erlaubt. Erst später verkauft er dann einen Teil seiner Kuxe mit entsprechendem Gewinn oder er sucht sich noch während des Ausbaus Teilhaber, die ihre Beteiligung in Kuxen ausgezahlt bekommen und dafür mithelfen die Gewerkschaft zu finanzieren. Es soll hierbei nicht verkannt werden, daß auch Banken bei der Finanzierung des Kohlenbergbaus mitgewirkt haben. Besonders seien erwähnt: die Essener Kreditanstalt, der Essener Bankverein und die Firma Laupenmühlen. Die Finanzierung durch die Banken beschränkt sich aber fast nur auf die Emission von Anleihen für die Gewerk-

schaften. Die eigentlichen Gründer sind Privatpersonen gewesen, die teils ihr eigenes Vermögen, teils das ihrer Familie oder das mehrerer Familien zur Gründung, zum Ausbau und zur Finanzierung der Gewerkschaften verwandt haben. Das Streben dieser Familien ging zu einer Zeit, in der die Gewerkschaften noch nicht die großen Kapitalwerte darstellten wie heute (Ewald ca. 60 Millionen), darauf hin, die Majorität vor allen Dingen zu behalten, um einen Einfluß auf die Geschäftsführung zu haben. Nicht nur der endgültige Kapitalertrag gab hierbei den Ausschlag. Andere Momente, wie z. B. die Betätigung als Vorstand oder Mitglied des Grubenvorstands, die neben dem allgemeinen Kapitalertrag auch noch eine Bezahlung für die geleistete Arbeit einbrachte, spielte hier eine wesentliche Rolle. Aber je größer der Kapitalbedarf der Gewerkschaften wird, desto schwieriger wird es für den Großgewerke, seinen Besitz durchzuhalten. Mancher Kux wandert dann in die Hände von Banken oder auswärtigen Kapitalisten, um für die Gewerkschaften die nötigen Betriebsmittel zu beschaffen, da der Großgewerke nicht immer imstande ist, die Zubußen zu leisten, die zum weiteren Ausbau unbedingt nötig sind. Mögen auch solche Absplitterungen in der damaligen Zeit einen großen Umfang angenommen haben, mag auch die Majorität mancher Gewerkschaft damals auf Grund der großen Anforderungen an Kapital, die die fortschreitende Technik an den Bergbau stellte, in andere Hände gekommen sein, sicher ist auf jeden Fall, daß die große Mehrzahl der Kuxe in den Händen der Gründer oder der befreundeten Familien blieb, die auch noch heute zum großen Teil in der Gewerkschaft eine führende Rolle spielen.

Trotzdem ist der Kux der Anforderungen, die die heutige hochkapitalistische Schwerindustrie an ihn stellt, nicht mehr gewachsen. Seine schwere Beweglichkeit, sein hoher Einzelwert, der oft das Vielfache des Wertes der besten Aktie beträgt, seine Bindung an die Person des Eigentümers, bringen ihn der Aktie gegenüber dem mittleren leicht beweglichen unpersönlichen Inhaberpapier, sehr in den Nachteil. Hierzu kommt noch der Konzentrationsprozeß der Schwerindustrie in der Richtung der Vereinigung der Urproduktion mit der Fabrikation und nicht zuletzt die Rationalisierungsbestrebungen der Schwerindustrie. Die Schwerindustrie will an der Börse möglichst ungestört die Gesellschaften aufkaufen können, die ihr noch fehlen. Dieser Aufkauf wird bei Kuxen schon allein durch die Registrierung im Gewerkenbuch unterbunden, die bei Gewerkschaften heute noch vorgeschrieben ist. Hierbei kann die Leitung der Gewerkschaft schon bei der Umschreibung von wenigen Stücken von dem bevorstehenden Aufkauf Kenntnis bekommen und ihre Gegenmaßnahmen treffen.

Die Industriegesellschaften als Interessenten des Kuxenmarktes.

Der zweite Teil, der nur mit eigenem Kapital arbeitenden Interessenten sind die Industriekonzerne oder die großen Bergwerksaktiengesellschaften. Eigenkapital insofern, als sie die Kuxe voll bezahlen und sie nicht zur Sicherung für darauf erhobenen Kredit verpfänden. Ob sie über die hierzu nötigen Barmittel selbst verfügen oder sie irgend woher geliehen haben, ist hierbei gleichgültig. Der Begriff des Eigenkapitals soll hier sehr weit gefaßt sein. Während sonst im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nur eigenes Geld oder eigene Vermögensteile als Eigenkapital bezeichnet werden, pflegt die Börse den Begriff des Eigenkapitals bei Effektingeschäften anders aufzufassen. Jemand arbeitet mit Eigenkapital an der Börse, wenn er die gekauften Kuxe oder Aktien voll bezahlt, bezahlt er sie aber nicht oder nicht ganz, so hat er im banktechnischen Sinne einen Effektenkredit aufgenommen. Unter Kapital in diesem Zusammenhang, Eigenkapital, ist grundsätzlich nur Geldkapital zu verstehen. Wo sollte auch für den Bankier oder für den Händler anders eine Scheidung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital möglich sein? Er hat ja auch gar kein Interesse, zu untersuchen, ob das Geld, mit dem der Kunde seine Effekten bezahlt, geliehen ist oder ob es zum Vermögen des Kunden gehört. Wollte man den Begriff „Eigenkapital“ so eng fassen, daß man darunter nur das flüssige Geldkapital versteht, denn etwas anderes kommt ja für den Effektenkauf nicht in Betracht, so wäre ja sogar z. B. eine Anleihe, mit der eine Beteiligung an einer fremden Gesellschaft erworben wird, kein Eigen- sondern Fremdkapital.

Vor Inanspruchnahme der Börse verhandeln die Konzerne gewöhnlich mit der Gewerkschaft selbst oder einigen größeren Gewerken, die über die Majorität verfügen und bieten gewöhnlich für die geschlossene Majorität mehr als den Kurswert. Wenn dieses Angebot den Besitzern günstig erscheint und wenn keine finanziellen Bindungen nach anderer Seite hin im Wege sind, wird die Transaktion vielleicht auf diesem Wege zustandekommen. Gewöhnlich ist aber der frühere Majoritätsbesitzer nicht geneigt, die Majorität abzugeben, auch die Großgewerken verneinen oft, meist aus persönlichen Gründen, eine solche Besitzverschiebung. In diesem Falle wird die Industriegesellschaft versuchen, die Majorität durch die Börse zu erlangen.

Ein Teil der großen Industriekonzerne ist als Händler an der E. D. Börse zugelassen. Hierdurch spart der Konzern bei den hiesigen Börsengeschäften den Bankendienst. Dann ist aber der ungehinderte Zutritt zur Börse und der damit

verbundene Einblick in die Börsengeschäfte und vor allem die Beobachtungen der Umsätze in den einzelnen Papieren für eine fortlaufende Orientierung nötig. Selten wird aber der Konzern seine Aufkäufe selbst besorgen. Er würde hier Gefahr laufen, daß seine Aufkäufe an dem Entgegenarbeiten der Spekulation scheitern würden, die, wenn sie von ihnen etwas merkt, das Material künstlich knapp halten und den Kurs in die Höhe treiben würde und zwar so hoch, daß der Kaufpreis in keinem Verhältnis zum Werte der Effekten stehen würde. Deshalb wird die Industrie es eher vorziehen, durch eine oder meist mehrere befreundete Banken nach und nach kaufen zu lassen. Sie wird zuerst versuchen, das vorhandene Material zum Tageskurs zu kaufen und erst dann, wenn keine Stücke mehr herauskommen, wird sie den Preis etwas höher setzen.

Diese Aufkäuferarbeit ist eine sehr schwierige. Die kaufende Gesellschaft muß vor allem darauf achten, daß ihre Aufkäufe geheim bleiben und weder von den Banken noch irgendwem aus dem Kundenkreis oder anderen Interessenten bemerkt werden. Der Einkauf darf nicht an mehreren Börsentagen hintereinander durch ein und dieselbe Bank erfolgen. Zwischen den Aufkaufterminen muß manchmal ein längerer Zwischenraum liegen, ja oft muß der Aufkäufer zwischendurch sogar einige von den schon erworbenen Stücken wieder abgeben und zwar zu einem niedrigeren Kurs, um die übrigen Börsenbesucher irrezuführen. Er muß aber beim Warten und beim Wiederverkaufen sehr aufpassen, ob nicht doch etwas von seinen Absichten durchgesickert ist und muß immer wieder fühlen, ob die Stücke nicht festgehalten werden und der Kurs von anderer Seite in die Höhe getrieben wird. Gegebenenfalls muß er sogar die Aufkäufe längere Zeit unterbrechen, um sie dann später von einer ganz anderen Bank vorsichtig wieder aufnehmen zu lassen.

Die Aufkäufe für die Industrie werden fast nie von Großbanken vorgenommen, sondern fast immer von kleineren Privatbanken. So wurden für Lothringen die Anteile der Gewerkschaft freie Vogel und Unverhofft durch Kleffmann-Sixtus & Co., die Anteile von Oespel durch das Bankgeschäft Rose & Co. in Wanne aufgenommen. Die Kuxe von der Braunkohlengewerkschaft Bernhardshall kauften sogar mehrere kleinere Banken auf, ohne von der Verteilung der Ordres etwas zu wissen. Der Kurs wurde hierdurch auf mehr als das doppelte getrieben und stieg dann, nachdem die Banken die Stücke an ihren Auftraggeber abgegeben hatten, noch einmal auf das ungefähr vierfache. Das Papier hat diesen Kurs, was das merkwürdigste an der ganzen Sache ist, auch noch bis heute behalten, trotzdem die Ankaufszeit schon etwa 3 Jahre zurückliegt.

Die wichtigsten Aufkäufe sind wohl die folgenden:

*) Käufer:

angekauft wurden:

Essener Steinkohlen
Mannesmann
Rheinstahl
Gebr. Röchling
Konstantin

Dahlhauser Tiefbau
Königin Elisabeth
Brassert
Mont Cenis
Dtschl. Haßlinghausen
Eintracht Tiefbau
General Blumenthal
Auguste Victoria
Friedrich der Große
Hercynia Kali.

Hibernia
Bad. Anilin
Bochumer Verein
Preuß. Staat

An Aufkäufen der neueren und neuesten Zeit sind insbesondere zu nennen:

Käufer:

**) angekauft wurden:

Westf. Bergbau & Kohlenverw.
A. G.

Admiral

Lothringen

Alte Haase I. II.

Krupp

Constantin

Lothringen

Glückaufsegen

Westf. Bergbau & Kohlenverw.

Gottessegen

A. G.

Dt. Erdoel

Graf Bismarck

Lothringen

Graf Schwerin

Lothringen

Schürbank & Charlotte

Köln Neuessener, Angeb. 4800.—

Trier

K. N. B. Actien je Kux

Hoesch

Essener Steinkohlen.

Victoria

Außerdem fast $\frac{1}{2}$ sämtlicher Kalikuxe durch die Kali-industrie A.-G.

Ueber die Verflechtung der Gewerkschaften mit Industriekonzerne oder größeren Unternehmungen derselben Art, wie sie aus der vorhergehenden Zusammenstellung zu ersehen ist, wird weiter unten noch die Rede sein.

A. 2. Die Spekulanten als Interessenten für den Kuxenmarkt.

Neben den alten Gewerkefamilien und den Industriekonzerne ist die Tätigkeit der Spekulanten und der kleinen Sparer für den Kuxenhandel von Bedeutung. Der Kuxenmarkt bietet, mehr als jeder andere Effektenmarkt, Anreiz zur Spekulation. Die Meinung, daß gerade der Kohlenbergbau mit einer ver-

*) Kaselnowski: Der R. W. Kuxenmarkt.

**) Bericht der Dt. Bank Essen.

hältnismäßig hohen Verdienstquote arbeitet und daß sich diese Verdienstquote, da sie nicht immer als Ausbeute zur Verteilung gelangt, in Kurssteigerungen auswirkt, veranlaßt viele Spekulanten, ihr Kapital wenigstens vorübergehend in Kuxen anzulegen. Auch die schon oben erwähnte Undurchsichtigkeit der Geschäftsführung trägt viel dazu bei. Oft genügt schon ein aus Laienkreisen kommendes Gerücht, das Interesse für einen bestimmten Kux wachzurufen. Die Spekulation hat nichts Eiligeres zu tun, als möglichst viele Stücke zu erwerben. Sie geht hierbei fast immer wesentlich über die ihr zur Verfügung stehenden Geldmittel hinaus und nimmt Kredit für ihre Engagements in Anspruch. Spekuliert wird in Kuxen fast immer nur auf Kurssteigerungen, denn die Verzinsung, die Ausbeute, deckt bei weitem nicht die Unkosten, die an Zinsen und Provisionen bei der Inanspruchnahme von Bankkredit vom Schuldner zu zahlen sind.

Dies gilt allgemein für die Effektspekulation überhaupt, für die Spekulation in Kuxen aber ganz besonders. Einmal wegen der immer möglichen Zubeuße, die durchweg von der Bank nicht nachkreditiert wird und dann nicht aufgebracht werden kann, ferner aber auch wegen der geringeren Rentabilität der Kuxe, die kleiner ist, als die der Aktien, sodaß zwischen der Ausbeute und den vom Schuldner zu zahlenden Zinsen bei Kuxengeschäften eine größere Differenz besteht, als z. B. bei Geschäften in Aktien.

Auch von seiten der Kleinkapitalisten und Sparer werden häufig flüssige Geldmittel in Kuxen angelegt. Für sie kommen hauptsächlich die mittleren und kleineren Werte in Betracht, weil die kleinen Kuxe oft billiger sind, als Aktien. Bei dem geringen Preis, nur wenige hundert Mark bisweilen, sind kleine Kuxe die einzige Anlagemöglichkeit für sie. Solange diese Anlagen mit nur eigenem Kapital gemacht werden, liegt in ihnen kein großes Risiko. Oft wird aber auch hierzu noch Kredit in Anspruch genommen. Wenn dann Kursverluste eintreten und die kreditgebende Bank sich veranlaßt sieht, die Deckung zu erhöhen, oder den Kredit zu kündigen, und wenn zudem noch die Einziehung einer Zubeuße in Aussicht steht, fehlt ihnen gewöhnlich das nötige Kapital, um ihre Engagements durchzuhalten. Es besteht dann für sie die Gefahr, nicht nur das investierte Eigenkapital zu verlieren, sondern darüber hinaus noch zu verschulden. Ein Beispiel möge das erläutern:

Anfang 1924 kostete ein Kux der 25 000-teiligen Gewerkschaft Deutschland ca. Mk. 750.—. Bei einer Kreditbewilligung von 30—40 %, wie sie bei Kuxen üblich ist, konnte der Kux zu dieser Zeit mit ungefähr Mk. 300,— beliehen werden. Der Kux fiel dann langsam bis Anfang 1926 auf Mk. 200.— und als

dann eine Zubeße von Mk. 150.— pro Kux beschlossen wurde, auf ungefähr Mk. 60.—, sodaß, wenn der Besitzer die Zubeße nicht zahlen konnte, sich ohne Berücksichtigung der Bankzinsen und Zubeße, folgende Rechnung ergibt.

Kaufpreis	Mk. 750.—	
davon Kredit		Mk. 300.—
Verkaufspreis	<u>Mk. 60.—</u>	
Verlust	Mk. 690.—	wovon

Mk. 450.— auf das eigene Kapital entfallen und noch außerdem Mk. 240.— Bankschulden übrig bleiben. Es sei hierbei ausdrücklich darauf hingewiesen, daß es sich hier nicht um den Kux einer minderwertigen Gewerkschaft handelt, die vielleicht schon den Förderbetrieb eingestellt hat. Die Gewerkschaft Deutschland ist vielmehr eine selbständige, allerdings 25 000-teilige Gewerkschaft, die aus 5 Schächten fördert und nur die allgemeine schlechte Konjunktur, hervorgerufen durch die Absatzstockung, die ihren Höhepunkt Anfang 1926 hatte, hat den Kurs des Kuxes so heruntergedrückt und die Gewerkschaft zur Ausschreibung einer im Verhältnis zum Kurs sehr großen Zubeße veranlaßt, die aber übrigens bis heute nur zu $\frac{2}{3}$ eingezogen worden ist.

Im allgemeinen ist es sehr schwer, das Verhältnis zwischen Anlage- und Spekulationskäufen festzustellen. Abgesehen von dem Fall, in dem eine Gesellschaft Anteile der anderen zu erwerben sucht, um entweder Einfluß auf die Verwaltung zu gewinnen oder in den Besitz der Quote zu kommen, kann man Anlage- und Spekulationskäufe gar nicht scharf voneinander trennen. Es ist nämlich sehr oft der Fall, daß ein Kauf getätigt worden ist, in der Absicht eine Kapitalsanlage vorzunehmen, daß aber dann Kursveränderungen, oder auch andere finanzielle Momente zu einem baldigen Verkauf veranlassen. Rückschauend wäre eine solche Transaktion eine Spekulation, während sie im Augenblick des Ankaufes als Anlage anzusehen ist. Das Einkommensteuergesetz sieht als Spekulation solche Effekengeschäfte an, bei denen der Zeitraum zwischen Ankauf und Verkauf weniger als 3 Monate beträgt, oder wenn es sich um Geschäfte handelt, bei denen die Zahlung des Kaufpreises dem Erwerb oder der Veräußerung zeitlich nachfolgt. Im ersten Fall handelt es sich ganz zweifellos um ein Spekulationsgeschäft. Ebenso gilt dieses für jedes Termingeschäft, ganz gleichgültig, ob es sich um einen An- oder Verkauf auf Termin handelt. Diese Art von Geschäften kommt aber am Essen-Düsseldorfer Kuxenmarkt nur sehr selten vor. Ihre Ausführung ist an bestimmte Voraussetzungen geknüpft, die, wie wir später bei dem Abschnitt über die Technik der Kuxenbörse noch sehen werden, hier nicht vorhanden sind. In bezug auf

den ersten Teil der eine Spekulation in einer Besitzdauer von weniger als 3 Monaten vorliegen sieht, ist die gesetzliche Auffassung wohl richtig, vielleicht mit der Einschränkung, daß sich ein Spekulationsgeschäft, besonders bei den in den letzten zwei Jahren wieder hervorgetretenen langwelligen Börsenkonjunkturen, weit über diesen Zeitpunkt hinziehen kann, ohne dadurch ein Anlagegeschäft zu werden.

Eine Einsicht in die Gewerkenbücher, die selbst für Gewerken mit großen Schwierigkeiten verknüpft und der Öffentlichkeit auch bei berechtigtem Interesse überhaupt unmöglich ist, würde keinen zuverlässigen Anhalt über das Verhältnis von Spekulation zu Anlage bieten, da bei Kuxen der Eigentumsübergang durch Zession möglich ist. Bei häufigerem Besitzwechsel in kurzer Zeit wird der Kuxschein oft mit mehr als 10 Zessionen eingeliefert, wobei die Gewerkschaft nur den ersten und letzten Eigentümer im Gewerkenbuch registriert. Eine solche Eintragung würde den Anschein eines Anlagekaufes erwecken, während es sich in Wirklichkeit um eine ganze Reihe von Spekulationskäufen handelt. Aus den Depots der Banken ist ebenfalls nichts Positives zu ersehen, ganz abgesehen davon, daß wohl keine Bank Dritten Einblick in ihre Depotbücher gestatten wird. Der Kunde kann seine Kuxe auch zu Hause oder irgendwo anders aufbewahren oder er kann bei verschiedenen Banken Depots haben. So würde sich auch aus einer Zusammenstellung aus Bankdepots nichts Zuverlässiges über Anlage oder Spekulation in bezug auf die Kundschaft sagen lassen.

Anders ist es mit der Spekulation der Banken selbst. Hier würde es aus dem Effektenkonto ganz klar zu ersehen sein, ob es sich um Spekulations-, Emissions-, Anlage- oder Beteiligungsgeschäfte handelt. Vorausgesetzt, daß die Banken auch nur zu wissenschaftlichen Zwecken Einsicht in ihr Effektenkonto gestatten würden. Dies wäre an sich möglich, während eine Veröffentlichung der Depots der Kundschaft durch das Bankengeheimnis und das von den Banken zu wahrende Kundeninteresse nicht angängig ist. Ihre eigenen Depots zeigen die Banken deshalb nicht, weil es ihrem Ansehen schaden würde, es erfahren zu lassen, daß sie sich überhaupt spekulativ betätigen. Es haftet Banken, die Effektspekulation in größerem Umfange betreiben, ganz gleichgültig, ob mit eigenem oder dem Geld ihrer Kundschaft, ein gewisses Odium der Unsolidität an. Diese Meinung ist auch wohl gerechtfertigt, denn eine Bank, die spekuliert, kann ihre Kunden nicht objektiv bedienen. Der eigene spekulativ erworbene Effektenbesitz beeinflusst sehr einseitig die Kundengeschäfte und zwar fast immer zum Nachteil des Publikums.

B. Die Banken.

1. Beim Emissionshandel.

Die Banken des Reviers hatten es sich schon vor der Gründung der Kuxenbörse zur Aufgabe gemacht, die Gewerkschaften zu finanzieren. Insbesondere waren es hier nicht die alten Gewerkschaften, deren Kuxe auch schon in den 50er und 60er Jahren mehrere zehntausend Mark kosteten, sondern vielmehr die nachher gegründeten, die vorläufig zum Teil noch als Bohrgesellschaften fungierten, vor allem die Kaliwerke in den 90er Jahren. Diese Neugründungen hatten sehr oft einen rein spekulativen Charakter. Die Art des Vertriebs und der Unterbringung in der Kundschaft, durch Agenten, die wie Warenreisende über Land zogen und Leuten, die überhaupt keine Kenntnis von den Gewerkschaften und vom Kuxenhandel hatten, die Anteile unter Hinweis auf äußerst günstige Gewinnaussichten zu verkaufen suchten, hat dem ehrlichen Kuxenhandel sehr viel geschadet. Mit Recht verwahren sich die Großbanken und die guten Privatbanken dagegen, überhaupt je solche Geschäfte zu betreiben oder betrieben zu haben. Die Emission konnte sich auf zweierlei Art vollziehen:

1. Die Emissionsbanken übernehmen von den Gründern zu einem festen Kurs eine Anzahl Kuxe und versuchen sie dann in der Kundschaft unterzubringen. Ob eine solche Emission günstig oder ungünstig verläuft, hängt von verschiedenen Voraussetzungen ab, deren Beurteilung auch für die Banken nicht immer ganz einfach ist.

Als Zeitpunkt der Emission muß eine Zeit steigender Effektkurse gewählt werden. Es muß vor allem Geld flüssig und das Material auf dem übrigen Markt knapp sein, sodaß die Unterbringung des übernommenen Paketes reibungslos vor sich geht. Weiter muß gleich zu Anfang ein möglichst großer Interessentenkreis gesucht werden, damit die Emission eine möglichst breite Basis hat und durch Kursrückschläge auf dem Effektenmarkt nicht zuviel Material zu niedrigen Kursen zurückkommt.

Die emittierende Bank macht einige Tage vorher einer möglichst großen Anzahl von Banken Mitteilung von der bevorstehenden Emission und dem Emissionskurs und bietet gleichzeitig Posten der Neueinführung den Interessenten an zu einem Kurs, der einige Punkte unter dem Emissionskurs liegt. Nun erfolgt die Einführung an der Börse und zwar meist im Freiverkehr. Der Kurs wird oft schon nach dem ersten Börsentag von der Emissionsbank höher gesetzt, damit das Publikum sich durch die steigende Tendenz veranlaßt sieht, zu kaufen.

Durch Zeitungsnotizen wird die Öffentlichkeit auf das Unternehmen aufmerksam gemacht. Neben dem Kursbericht über das Unternehmen, bei dem besonders die Kurserhöhungen gegenüber der letzten Börse hervorgehoben werden, enthält die Zeitungsnotiz meist noch Angaben über den Sitz und den Zweck des Unternehmens, über den Geschäftsgang und über die meist günstigen Aussichten für die spätere Zeit. Gelingt es nun in der Folgezeit nicht, die ganze Emission unterzubringen, so wird durch Rundschreiben und Hinweis in den Berichten, die manche Banken von Zeit zu Zeit an ihre Kundschaft versenden, weiter Propaganda für die Neueinführung gemacht, um so wieder Käufer zu gewinnen.

Diese Art der Emission hat für die Emissionsbank immer die Gefahr, auf einem guten Teil der von den Gründern übernommenen Werte sitzenzubleiben. Diesen Rest wird sie dann bei Gelegenheit später zu verkaufen suchen, oder sie gründet zur weiteren Emission mit anderen Banken eine Metagesellschaft, wodurch ihr Verdienst aber wesentlich geschmälert wird, denn sie muß den neu hinzutretenden Banken im Kurs sehr entgegenkommen. Durch diese Unsicherheiten bei der Emission kalkuliert sie den zu erwartenden Verdienst, die Spanne zwischen Uebernahme und Verkaufskurs gewöhnlich ziemlich hoch, so daß bei einigermaßen glattem Verlauf der Emission eine Summe übrig bleibt, die oft das Doppelte und mehr des Uebernahmepreises ausmacht. Dies gilt vor allem für die Aktien-Emissionen in der Inflationszeit, die nicht selten, selbst unter Berücksichtigung der Geldentwertung solche Ergebnisse brachten.

2. Die zweite Art der Emission ist die gegen eine in Prozenten oder absolut in Mark ausgedrückte Vergütung seitens der Emittenten an die Emissionsbank zum jeweiligen Börsenkurs. Sie ist wohl die häufigere, vor allem, weil sich wenig gute Banken finden werden, die von einem neuen Unternehmen gegen Bezahlung eines festen Preises ein Wertpapierpaket übernehmen, von dem sie noch gar nicht wissen, ob sie es überhaupt loswerden. Die Emission gegen eine feste Provision vollzieht sich technisch genau so, wie die Emission von fest übernommenen Effekten. Die Höhe der mit der Bank vereinbarten Provision ist verschieden. Sie muß aber höher sein als der Verdienst, der der Bank beim gewöhnlichen Handel bleibt, denn neben den mit dem Verkauf entstehenden Unkosten und dem Effektenstempel muß die Bank auch noch ein Entgelt für die von ihr aufgezoogene Propaganda erhalten. Feste Sätze lassen sich wegen der Verschiedenheit der Gesellschaften und der Banken gar nicht feststellen. Die niedrigste Provision für Aktien liegt wohl bei 3 %, bei einer festen Provision in Mark

dürfte sie wohl bei Aktien nicht unter Mk. 30.— für je Mk. 1000.— und bei Kuxen zwischen Mk. 50.— und Mk. 100.— pro Kux liegen, vorausgesetzt, daß der Kux einen Kurswert von mindestens mehreren Mk. 100.— hat. Neue Emissionen auf dem Kuxenmarkt haben in den Nachkriegsjahren nur ganz vereinzelt stattgefunden. Es handelt sich hier meistens um Neueinführungen von Werten, die schon an anderen Börsen gehandelt werden, wie z. B. bei der Einführung der Kuxe der Gewerkschaft Deutschland, die vorher schon in Leipzig gehandelt wurden. Auf dem Aktienmarkt, besonders auf dem Markt für Freiverkehrswerte hat in den Jahren 1922/23 wie an allen deutschen Börsen die Emission von neuen Gesellschaften einen Umfang erreicht, wie noch nie zuvor. Die meisten dieser Gesellschaften sind aber so schnell wie sie erschienen sind, wieder verschwunden.

2. Die Banken als Vermittler zwischen Börse und Publikum.

Wie aus dem vorigen Abschnitt hervorgeht, hat der Emissionshandel für die E. D. Börse, wenigstens für den Kuxenhandel an ihr, keine große Bedeutung. Der Schwerpunkt der Tätigkeit der Banken ist die Ausführung der Kundenordres, und zwar in einer Form, wie sie schon früher, schon vor dem die Einrichtung der Börse überhaupt geschaffen, üblich war. Diese Form ist die des Eigenhandels. Der Eigenhandel von früher, will sagen der reine Eigenhandel, vollzog sich in der Art, daß die Bankiers untereinander, je nachdem ob sie kaufen oder verkaufen wollten, Gebote oder Anstellung auf die betreffenden Wertpapiere machten, diese Wertpapiere dann für eigene Rechnung kauften und dem Kunden, je nach Vereinbarung mit ihm, einen gewissen Aufschlag berechneten, der aber von Fall zu Fall verschieden war und nicht etwa den Charakter einer prozentualen Provision trug.

An anderen deutschen Börsen wird wenigstens im amtlichen Verkehr nach sogenannten Einheitskursen gehandelt, d. h. es wird von einem dazu bestellten Makler festgestellt, zu welchem Kurs sich die meisten Aufträge erledigen lassen, und diese Aufträge werden dann zu dem festgestellten Kurs ausgeführt. Der Makler und der Bankier erhalten für ihre Tätigkeit eine Provision, die im Frieden für den Makler bis $\frac{1}{10}$ % und für den Bankier $\frac{1}{4}$ % betrug.

Dieser Effektenhandel gegen Provision ist an der E. D. Börse nicht üblich. Man hat von früher her die Kurse so notiert, daß man den höchsten Geldkurs und den niedrigsten Briefkurs, zu dem keine Abschlüsse mehr zustande gekommen sind, als Brief- und Geldkurs notierte. Die Abschlüsse liegen dann

zwischen diesen beiden Kursen. Das Publikum gewinnt durch diese Kursfestsetzung ein nur sehr ungenaues und unverständliches Bild von den Kursen, zu denen die Effekten tatsächlich gehandelt worden sind, und ist darauf angewiesen, sich von anderer Seite Informationen zu besorgen. Genaue Informationen über die tatsächlichen Kurse sind mit Gewähr für Richtigkeit überhaupt nicht zu bekommen.

Dagegen geben eine Reihe von Banken ihrerseits an das Publikum Prospekte und Drucksachen, in denen sie der Kundschaft mitteilen, daß sie „zuversichtlich für die von ihnen angeführten Papiere zu bestimmten Kursen Käufer oder Verkäufer sein werden“.

Die Kursspannen dieser Bankprospekte sind gewöhnlich etwas kleiner als die des amtlichen Kurszettels oder der Zeitungsnotizen. Sie müssen es auch sein, denn das Publikum soll durch diese Prospekte veranlaßt werden, Geschäfte in den hier bezeichneten Effekten zu machen. Der Kunde hat also zu seiner Orientierung zwei Möglichkeiten, nämlich den amtlichen Kurszettel und die Zeitungsnotiz und auf der anderen Seite die Kurse in den Bankprospekten und die Auskünfte der Bank.

Ein solcher Prospekt erweckt den Anschein, als ob die Bank tatsächlich Angebote oder Gebote mache, und nur den Auftrag eines Kunden erwarte, um mit ihm sofort dann das Geschäft abzuschließen. Bestärkt wird der Kunde noch in dieser Meinung durch den beigedruckten Hinweis, daß die Bank in all diesen Geschäften Eigenhändler sei. Rechtlich ist sie dieses auch, in der Praxis handelt es sich aber bis auf wenige Ausnahmefälle immer um versteckte Kommissionsgeschäfte. Nur in ganz seltenen Fällen kommt es vor, daß eine Bank auf Grund ihres Prospektes direkt mit dem Kunden abschließt. Sie ist auch nach dem Prospekt nicht zum direkten Abschluß verpflichtet, denn der Prospekt enthält meist noch eine Bemerkung, die die Verbindlichkeit der Bank zu einem direkten Geschäft mit dem Kunden ausschließt. So heißt es da z. B.: „Wir teilen Ihnen dieses mit, ohne Verbindlichkeit für Sie oder uns“ oder am Kopfe des Prospektes steht: „Wir sind voraussichtlich Käufer oder Verkäufer für die untenstehenden Wertpapiere“ oder einfach „Ohne Gewähr“ oder „Ohne Verbindlichkeit“.

In der Regel vollzieht sich der Geschäftsabschluß, der, angeregt durch einen Prospekt oder durch die Zeitungskurse zustande kommt, folgendermaßen:

Ein Kunde teilt z. B. einer Bank mit, daß er zu dem von der Bank angegebenen Kurs einen Kux Alexandershall für Mk. 6000.— erwerben will. Er erhält nun nicht etwa die Bestätigung von der Bank, daß sie ihm einen solchen Kurs zu dem angegebenen Preis überläßt, vielmehr teilt ihm die Bank ge-

wöhnlich auf einem vorgedruckten Formular mit, daß sie „Sein Gebot auf 1 Stück Alexandershall-Kux von Mk. 6000.— in Nota genommen hat und wegen dieses Kuxes weiter bemüht sein wird.“

Jetzt tritt die Bank nicht mehr wie ein Eigenhändler auf, wie nach ihrem Prospekt anzunehmen ist, sondern gibt sich den Anschein, als ob es sich jetzt im Augenblick um ein Kommissionsgeschäft handle. Es zeigt sich, daß die Bank gar keine Kuxe Alexandershall aus dem Bestand abgeben will. Sie will aber um den Erwerb eines solchen Kuxes „bemüht bleiben“. Gelingt es ihr, einen solchen Kux entweder an der Börse oder von einer anderen Bank oder von einem Kunden zu einem Preis zu erwerben, der ihr noch eine, ihrer Ansicht nach ausreichende Verdienstspanne läßt, so tritt sie dem Kunden gegenüber wieder als Eigenhändler auf und teilt ihm mit, daß sie ihm „auf Grund seines Gebotes einen Kux Alexandershall zu Mk. 6000.— überläßt“. Sie kann dieses Geschäft so machen, braucht es aber nicht. Allerdings ist sie in dem Augenblick, in dem der Kunde die Mitteilung über die Ueberlassung des Kuxes erhält, auch verpflichtet, ihm den Kux gegen Bezahlung des gebotenen Preises zu liefern.

Gesetzt den Fall, daß die Bank, angeregt durch das Gebot ihres Kunden, irgendwoher einen Kux für Mk. 5900.— erworben hat und die Börsentendenz nach oben geht, so wird sie vielleicht auch versuchen, den Kux an der Börse oder an einen Interessenten zu verkaufen, wenn sie die Aussicht hat, mehr als Mk. 6000.— dafür zu bekommen.

Auf der anderen Seite ist der Bank eine sehr große Gewinnmöglichkeit gegeben, wenn z. B. Kurse an einer Börse von Mk. 6000.— auf Mk. 5400.— heruntergehen würden. Die Bank könnte den Kux für Mk. 5400.— erwerben und dem Kunden auf Grund seines Limits Mk. 6000.— berechnen.

Wie aus dem obigen Beispiel zu ersehen ist, können für das Publikum durch diese Art des Effektenhandels Nachteile mannigfaltiger Art entstehen. Das Publikum hat keine Kontrolle über die wirklichen Kurse, d. h. die Kurse, zu denen tatsächlich Abschlüsse zustande gekommen sind. Die Bank hat den Auftrag des Kunden in der Hand und der Kunde muß, wenn er überhaupt an der Ausführung interessiert ist, der Bank den Auftrag mindestens bis zur nächsten Börse lassen. Fällt der Kurs, so ist er an sein Gebot gebunden, er muß den Kux zum vereinbarten Preis übernehmen. Steigt der Kurs, so kommt der Auftrag nicht zur Ausführung. Er ist dann gezwungen, entweder sein Limit zu erhöhen, oder den Auftrag zurückzunehmen. Geschäfte, die direkt zwischen Kunde und Bank abgeschlossen werden, kommen nur in den seltensten Fällen vor, es sei denn,

daß der Bankier gerade die gewünschten Effekten zu günstigen Kursen im Bestand hat, oder daß er sie gegen einen ebenfalls limitierten Kundenauftrag kompensieren kann.

Die direkte Ausführung von Bestensaufträgen ist für den Bankier schwieriger und zwar deshalb, weil er dem Kunden einen festen Preis berechnen muß, ohne den amtlichen oder Zeitungskurs zu kennen. Die Kursnotierung soll in diesem Falle einmal 5800.— Geld und 6200.— Brief sein. Ein Bestensauftrag ist, da der Bankier als Eigenhändler auftritt, an sich schon ein Uding. Trotz des von den Banken mit so vielen Argumenten verteidigten Eigenhandels heißt doch ein Bestensauftrag in der Praxis weiter nichts als: „Kaufen Sie für mich an der Börse, oder irgend wo anders einen solchen Kux, so billig oder so teuer Sie ihn eben bekommen können“. Praktisch ist dies ein reines Kommissionsgeschäft, ganz gleichgültig, ob der Kauf an der Börse oder irgendwo anders abgeschlossen wird. Dadurch, daß die Bank als Eigenhändler auftritt, ist sie auch nicht an § 384 H. G. B. ihrem Kunden gegenüber gebunden, d. h. sie ist gesetzlich nicht verpflichtet, „das Geschäft mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns auszuführen“. Der Bankier haftet allerdings allgemein als ordentlicher Kaufmann. Der Beweis für das Gegenteil ist vom Kunden aus aber nur sehr schwer, in der Regel fast gar nicht zu erbringen.

Hier tritt wieder einmal der Nachteil des Eigenhandels bei dem Effektergeschäft für den Kunden deutlich hervor. Während der Bankier dem Kunden den Nettobörsenpreis beim Kommissionsgeschäft in Anrechnung bringen muß, ist der Eigenhändler hierzu nicht verpflichtet. Er hat rechtlich in der Berechnung des Kurses vollkommen freie Hand.

Allerdings hat sich der Brauch herausgebildet, daß die Bank dem Kunden bei Geschäften an der Essen-Düsseldorfer Börse höchstens den amtlichen oder den in der Zeitung notierten Briefkurs berechnen und mindestens den Geldkurs gutschreiben muß. Die Bank tut dies gewöhnlich auch dann, wenn Umsätze an der Börse nicht zustande gekommen sind, z. B. wenn der amtliche Kurs nur Brief ohne Geld, oder Geld ohne Brief ist.

Die Notierung von reinen Geld- oder Briefkursen kann für den Kunden insofern einen Nachteil haben, als diese Kurse an der Börse nur genannt werden, um eine möglichst große Kursspanne und damit einen möglichst hohen Verdienst herauszuschlagen. So kann die Bank, wenn sie an der Börse sieht, daß keine Geldkurse vorhanden sind, den Briefkurs hochsetzen, um ihn dann dem Kunden berechnen zu können. Sie muß dann allerdings zusehen, wo sie einen solchen Kux herbekommt oder sie muß ihn aus ihrem Bestand verkaufen. Im umgekehrten Fall ist bei einem bestens gegebenen Verkaufsauftrag dasselbe

nach der anderen Seite hin möglich. Ueblich ist hier die Berechnung mindestens des notierten Geldkurses. Die Bank bietet nun bei einem vorigen Kurs von vielleicht 6000 Mk. nur 5000 Mk. Geld an der Börse. Wenn nun keine Abnehmer da sind und vielleicht auch keine Käufer, die höhere Geldkurse bieten, wird die Notiz im Kurszettel 5000 Mk. Geld lauten. Die Bank muß nun usancemäßig dem Kunden Mk. 5000 für den Kux zahlen, hat aber vielleicht Gelegenheit an der nächsten Börse den Kux viel teurer verkaufen zu können, da ja der wirkliche Kurs weit über Mk. 5000 liegen kann. Im umgekehrten Fall, wenn sie einen Kux zu verkaufen hat, kann sie auf den Kux bieten, trotzdem sie ihn eigentlich anbieten müßte. Sie wird dabei erstens dadurch, daß sie ihr Angebot nicht bekannt gibt, und zweitens dadurch, daß sie einen Geld- anstatt Briefkurs nennt, die Spanne vergrößern. Der Kurs könnte dann vielleicht heißen, 5000 Geld und 6000 Brief. Aus einem solchen Geld- und Briefkurs ist überhaupt nicht zu ersehen, ob tatsächlich ein Umsatz stattgefunden hat und selbst, wenn Stücke umgesetzt worden sind, kann der Kunde aus dem Kurszettel nur entnehmen, daß der wirkliche Kurs zwischen 5000 und 6000 liegen muß. Darüber hinaus fehlt ihm jede Kontrolle und auch jeder Anhaltspunkt. Der Kurs kann sowohl 5100 als auch 5900 gewesen sein.

Selbstverständlich ist es von vornherein immer fraglich, ob sich eine solche Kursmacherei durchführen läßt, denn die Bank weiß ja beim Ankauf noch gar nicht, wie sich das Geschäft in dem betreffenden Papier entwickeln wird. Der Kurs kann ja auch tatsächlich um 1000 Mk. steigen oder fallen. Wenn zu diesem neuen Kurs dann Umsätze zustande kommen, ist die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs in der Regel wieder normal, wenn nicht große Schwankungen während des Handels in dem betreffenden Papier Geld- und Briefkurs unnatürlich weit auseinanderziehen. Wenn dies der Fall ist, hat immer der den Vorteil, der zum niedrigsten Kurs gekauft, oder zum höchsten Kurs verkauft hat.

Eine Beeinflussung des Kurses durch die Bank in ihrem eigenen Interesse ist praktisch nur beim Eigenhandel möglich. Beim Kommissionshandel würde es gegen §§ 400—402 H. G. B. verstoßen und würde auch strafrechtlich Betrug sein. Es soll hiermit nicht gesagt werden, daß der Kuxenhandel auf solchen Manipulationen aufgebaut ist und die Notierung in Geld- und Briefkursen gegenüber den Einheitskursen oder variablen Kursen nur dazu dient, der Bank auf Kosten des Kunden ungerechtfertigte Gewinne zu verschaffen. Man kann sich aber der Tatsache nicht verschließen, daß solche Kursbeeinflussungen und die damit verbundene Möglichkeit der Uebervorteilung des

Kunden bei der Notierung von Effektenkursen in Geld und Brief durchaus möglich sind. Im übrigen läßt die gegenseitige Konkurrenz der Banken solche krassen Uebelstände nicht überhandnehmen. Ferner würde sich die Bank nach dem Börsengesetz auch beim freien Handel durch eine solche Handlungsweise strafbar machen. Es handelt sich hier (§§ 88—90 des Börsengesetzes) im wesentlichen um folgende 4 Vergehen. Die Kursbeeinflussung durch „Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel“, den Prospektbetrug, die Verbreitung von Pressenachrichten, die den Kursstand beeinflussen und die Gewährung oder Annahme eines Vorteils, die im „auffälligen Mißverhältnis zur Leistung stehen“. Schließlich kommt noch in Betracht ein Verstoß gegen die Vorschriften der §§ 42, 43, 51 B. G., die das Verbot der Veröffentlichung von verbotenen Preislisten enthalten.

Die Uebervorteilung des Kunden durch die Bank kann aber für eine Bank auch noch die Abwanderung des Kunden zur Folge haben. Der Kunde wird, wenn er sich einmal von seiner Bank übervorteilt glaubt, zu einer anderen Bank hingehen. Diese wird dem Kunden schon aus Konkurrenzgründen gern Auskunft geben und ihn beraten. Jeder Effektenkunde sollte überhaupt, wenn er Effekten erwerben oder verkaufen will, die nach Geld und Brief gehandelt werden und das sind sowohl die Effekten an der Essen-Düsseldorfer Börse als auch die Freiverkehrswerte an anderen Börsen, in der Auswahl seiner Bank sehr vorsichtig sein. Man muß einen scharfen Trennungsstrich ziehen zwischen Banken, die ihre Geschäfte ohne Uebervorteilung des Kunden, aber mit einem gewissen angemessenen Verdienst abschließen und „Spekulationsbanken“, die die traditionelle Großzügigkeit in der Kursnotierung nur dazu benutzen, um in den großen Verdiensten am Publikum eine Versicherung ihrer eigenen Spekulationsgeschäfte zu haben.

Jede größere Eigenspekulation der Banken ist zu verwerfen. Der Idealzustand für das Effektengeschäft wäre gegeben, wenn die Banken überhaupt keine Effekten zu Spekulationszwecken erwerben würden, abgesehen vielleicht von einem Erwerb, der durch eine Stützungsaktion im Interesse der Kunden nötig ist. Es wäre richtiger, wenn sich die Banken beim Effektengeschäft nur auf den Verdienst beschränken würden, der ihnen durch die Provision zufließt. Kann man auch nicht im allgemeinen sagen, die Kleinbanken spekulieren und die Großbanken, z. B. die D-Banken spekulieren nicht, so sind die spekulierenden Kleinbanken doch sehr in der Ueberzahl. Das trifft selbst dann noch zu, wenn man die Höhe des Kapitals berücksichtigt, mit dem spekuliert wird, trotzdem eine Großbank oft über ein hundertfaches an Eigenkapital gegenüber

Privatbanken verfügt. Es gibt kleine Privatbanken und zwar sind das in der Regel die kleinsten der Privatbanken, deren Hauptverdienstquelle die Eigenspekulation ist. Es ist auch verständlich, daß solche Spekulationsbanken ihre „Bestände“, auf denen sie mitunter „festsitzen“, nach Möglichkeit in der Kundschaft unterzubringen suchen, weil sie da noch immer etwas mehr dafür bekommen, als an der Börse.

Der Eigenhandel in der Umkleidung als Kommissionshandel hat sich aber, trotzdem er sich bei der Kundschaft gar keiner Sympathien erfreut, bis auf den heutigen Tag erhalten. Die Gründe, die für seine Beibehaltung angeführt werden, sind:

1. Die Tradition: Der Umstand, daß Kuxen von jeher so gehandelt worden sind.

2. Der Einwand der Banken, daß zur Ausführung von Kuxengeschäften den Banken eine größere Bewegungsfreiheit gelassen werden muß, weil die Umsätze an der Börse allein nicht ausreichen, alle Aufträge auszuführen, und weil deshalb ein kostspieliger Apparat zum außerbörslichen Geschäft unterhalten werden müsse.

3. Die Behauptung, daß die Beweglichkeit der Geld- und Briefnotierung gegenüber dem starren Einheitskurs eine große Ausgleichskraft auf die Umsätze und den Kurs hat.

Bei näherer Untersuchung fällt der erste Einwand schon von vornherein weg. Tradition ist kein Grund zum Festhalten an einer bestimmten Art der Ausführung von Geschäften, besonders nicht, wenn es sich um Geld- oder Effektengeschäfte handelt.

Der zweite Einwand hat eine gewisse Berechtigung, denn der Handel in Kuxen ist für den Bankier tatsächlich teurer, als der Handel in anderen Effekten, da er sich mehr um die Ausführung des Geschäftes bemühen muß. Die Kundschaft will über den Wert ihres Kuxenbesitzes beraten sein. Für den Bankier wird es manchmal mit gewissen finanziellen Opfern verbunden sein, etwas zu erfahren, was für den Eigentümer wichtig ist, aber nicht so ohne weiteres in die Öffentlichkeit gelangt.

Was nun den Punkt 3 angeht, so ist diese vielgerühmte Ausgleichskraft des Eigenhandels gar nicht vorhanden. Das Gegenteil ist viel eher richtig. Ein Beispiel möge das erläutern: Es sind limitierte Aufträge da mit 5900 Geld und 5925 Geld und 5950 Geld. Dagegen sind auf der anderen Seite 3 Aufträge mit Briefkursen von 5900. Bei der Notierung von Einheitskursen und der Berechnung von Provision ist es ohne weiteres klar, daß diese Aufträge sämtlich ausgeführt werden. Beim Eigenhandel ist es anders. Der einzige Auftrag, der hier wahrscheinlich ausgeführt wird, ist der Verkaufsauftrag, der vom Bankier

aus mit 5950 Geld und der Ankaufoauftrag, der vom Bankier mit 5900 Brief ausgeführt wird. Die zwischen 5900 und 5950 liegende Spanne ist Verdienst der Bank. Wenn sich also die Händler auf 5925 treffen würden, d. h. wenn der eine den Kux für 5925 verkauft und der andere ihn für seinen Kunden zu demselben Preis ankauft, so würde für jeden ein Verdienst von Mk. 25.— bleiben, was etwa einer Provision von $\frac{1}{2}\%$ entspricht. Ein solcher Verdienst ist für die Geschäfte an der E. D. Börse sehr niedrig, und es ist überhaupt fraglich, ob die Bank das Geschäft auf dieser Basis abschließen wird. Allerdings muß dabei betont werden, daß bei Geschäften an der E. D. Börse keine Provision oder sonstigen Unkosten außer dem Effektenstempel berechnet werden. Wenn der Kunde mit Mk. 6000.— limitiert, dann hat er bei einem Ankauf Mk. 6000.— + Effektenstempel zu zahlen und bekommt bei einem Verkauf Mk. 6000.— gutgeschrieben.

Wie das Beispiel zeigt, kommen von den sechs Aufträgen die bei Kassakursen im Kommissionsgeschäft, bei Berechnung einer Provision restlos ausgeführt werden, nur höchstens zwei zur Ausführung, während die übrigen vier gar nicht ausgeführt werden, weil die Spannung zwischen Geld und Brief so klein ist, daß sie den Banken keinen Anreiz zum Abschluß des Geschäftes gibt. In Wirklichkeit wirkt also der Eigenhandel eher hemmend als ausgleichend auf die Zahl der Abschlüsse und den Preis.

Die Spannung zwischen Geld- und Briefkursen.

Die Banken werden versuchen, bei den vorher gegebenen Beispielen den Kunden zu einer Limitänderung zu veranlassen und wenn dieses gelingt, einen neuen geeigneten Kontrahenten zum Abschluß des Geschäftes suchen. Die angenommene Spanne bei einem Kurs von Mk. 6000.— ist sehr gering. Im allgemeinen sind, wie nachstehende Tabelle zeigt, die Spannungen viel größer. Betont muß dabei werden, daß für einen Bankier immer nur die Hälfte der Spannung Verdienst ist, denn die andere Hälfte wird von seinem Kontrahenten in Anspruch genommen, es sei denn, daß er zwei Aufträge, einen An- und Verkaufsauftrag, in sich kompensieren kann. Dann hat er für beide Geschäfte zusammen die ganze Spanne als Verdienst. Es hat sich bei diesen großen Spannungen vor allem guten Kunden gegenüber die Gepflogenheit herausgebildet, nicht den ganzen Briefkurs zu fordern, bezw. etwas mehr als den Geldkurs zu geben.

Nach dem Kursbericht der Deutschen Bank, Essen, vom 30. Oktober 1926 betrug die Spanne in Prozenten auf den Geldkurs gerechnet bei sechs Kohlenkuxen und 6 Kalikuxen:

Kohle	Geld	Brief	in % auf den Geldkurs
Alte Haase	350.—	390.—	8,7
Constantin	45 500.—	49 000.—	7,7
Ewald	53 500.—	56 500.—	5,6
Gottessegen	1 075.—	1 300.—	18,7
König Ludwig	40 000.—	41 000.—	2,5
Westfalen	2 300.—	2 600.—	13,0

Kali	Geld	Brief	in % auf den Geldkurs
Asse	3 400.—	3 600.—	5,9
Buttlar	65.—	85.—	31,0
Einigkeit	1 750.—	1 900.—	8,6
Hohenfels	8 000.—	8 500.—	6,2
Siegfried Giesen	7 500.—	7 900.—	5,3
Wintershall	67 000.—	69 000.—	3,0

Die hauptsächlichen Momente, die den Handel in Kuxen für den Bankier erschweren und ihn für den Kunden verteuern, sind die größeren Unkosten durch Aufsuchen der Kontrahenten durch die Bank, die Kosten durch das Einholen von Informationen und schließlich noch der Wegfall von Spesen und Provisionen. Trotzdem ist die Spanne zwischen Geld und Brief und der sich dadurch ergebende Bruttoverdienst der Bank in den meisten Fällen sehr hoch und es taucht die Frage auf, ob solche Gewinne berechtigt sind. Wenn man sich auch der Einsicht nicht verschließen kann, daß für den Kuxenhandel ein höheres Entgelt berechtigt ist, und wenn dabei die Konkurrenz der Banken untereinander von sich aus schon die größten Auswüchse beseitigt, so muß man doch sagen, daß gerade die Notierung bei kleinen Kuxen soweit auseinander liegt, daß bei den meisten eine Gesamtspanne von mehr als 10 % herauskommt.

Der Bankier berechnet beim Eigenhandel seinen Verdienst nicht nach Prozenten, sondern sein Verdienst ist die Differenz von dem tatsächlichen Kurs an der Börse zu dem höchsten oder niedrigsten notierten Brief- oder Geldkurs. An sich erfordert der Handel eines kleinen Wertes genau so viel Zeit und Mühe, wie der Handel eines schweren Kuxes. Es wird also bei stabilen Kursen an dem Umsatz eines leichten Kuxes lange nicht so viel verdient, wie an dem Umsatz eines schweren. Die Kurse der leichten Kuxe liegen oft weit unter 1000 Mk. und es muß für einen Umsatz hierin genau so der etwas schwerfällige Apparat des Eigenhandels in Bewegung gesetzt werden, wie für den Umsatz eines schweren Kuxes, der vielleicht 50 000 Mk. oder mehr kostet. Deshalb wird der Bankier auch den leichten Kux

nur handeln, wenn sein Verdienst in einem angemessenen Verhältnis zu den entstandenen Kosten und der aufgewendeten Arbeit steht. Diesen Verdienst kann er nur erreichen, wenn der Abstand zwischen Geld- und Briefkurs groß genug ist. Bei einem schweren Kurs wird er sich dagegen mit einer weit geringeren Verdienstspanne begnügen, vielleicht mit einigen 100 Mk. oder vielleicht noch weniger, selbst wenn dieser Verdienst in Prozenten ausgedrückt, nur 1 % des Wertes oder noch weniger ausmacht. Man sieht also aus der vorigen Tabelle, je kleiner der Börsenkurs eines Effekts ist, desto größer ist die Spanne zwischen Geld und Brief.

Aber auch bei schweren Kuxen kann der Geld- und Briefkurs soweit auseinander liegen, daß für die Bank ein großer Verdienst möglich ist. Eine große Kursspanne kann aus verschiedenen Gründen vorkommen. 1. Wenn der Kurs für ein Papier nur genannt ist und tatsächlich keine Umsätze vorgekommen sind. Der Makler notiert dann die genannten Kurse und der Bankier kann, wenn er aus dem Bestand verkauft oder kompensiert, die Differenz für sich als Verdienst rechnen. Die zweite Möglichkeit ist die, daß der Kux während der Notiz an der Börse sich wesentlich ändert, d. h. wenn bei Kuxen der Kurs um mehrere Mk. 100.— und bei Aktien um mehrere Prozent steigt oder fällt, z. B. sind bei einem mittleren Kux Abschlüsse vorgekommen zu Mk. 5 500.—, Mk. 5 600.—, Mk. 5 700.—, Mk. 5 800.—, Mk. 5 900.—. Als Geldkurs wird nun derjenige Kurs notiert, der etwas unter dem niedrigsten Abschluß liegt, und der Briefkurs ist höher, als das zum höchsten Kurs angenommene Angebot. Es wird also in diesem Falle die Notiz ungefähr heißen Mk. 5 400.— Geld und Mk. 6 000.— Brief.

Noch weniger als für den Kuxenmarkt, ist der Eigenhandel für den Aktienmarkt zuträglich. Bei der Beurteilung seines Einflusses auf den Aktienhandel an der E. D. Börse muß man einen Unterschied machen zwischen Aktien, die nur in Essen und Düsseldorf gehandelt werden und solchen, die auch an anderen Börsen zur Notiz gelangen. Für die ersteren hat die E. D. Börse das Monopol, ähnlich wie auf dem Kuxenmarkt, denn der Käufer, der solche Effekten erwerben will, muß es durch die hiesige Börse tun oder durch solche Bankiers, die hier vertreten sind. Für diese Aktien trifft in vollem Maße das zu, was schon über den Kuxenhandel gesagt ist. Von seiten des Publikums sind die Kurse und der Verdienst der Banken unkontrollierbar. Die Zahl dieser Aktien ist aber an der E. D. Börse nicht sehr groß. Der größte Teil der hier gehandelten Aktien hat auch an anderen Börsen seinen Markt, zum Teil sind sogar einige an anderen Börsen zum Einheitskurs notiert, wie

z. B. die Aktien der Gelsenkirchener Bergwerks-A.-G., Dahlbusch, Lothringen, Harpener, Kali-Industrie, R. W. E. und andere.

Hier ist eine Kontrolle schon durch den einfachen Vergleich mit den amtlichen Kursberichten der anderen Börsen möglich. Und dabei zieht der Eigenhandel ganz entschieden den kürzeren, denn es wird niemanden einfallen, Aktien zu einem ungewissen Preis zu kaufen und unter Umständen teurer zu bezahlen, wenn ihm von anderer Seite der Kurs, zu dem er tatsächlich erwirbt, auf Bruchteile von Mark genau mitgeteilt wird. Hier kann er sich die Provision selbst errechnen und auch für einen evtl. Verkauf weiß er ganz genau, daß er diesen Kurs, abzüglich Provision auch wieder berechnet bekommt.

Die einzige Möglichkeit für den Eigenhandel, unter Konkurrenz der fremden Börsen Geschäfte in diesen Papieren zu machen, ist die, daß die Differenz zwischen dem notierten Geld- und Briefkurs nicht größer sein darf, als die Provision + Courtage + Spesen bei einer anderen Börse. Dabei hat der Kunde aber immer noch den Nachteil, daß der Bankier, der hier in Essen-Düsseldorf Eigenhändler ist, ihm die Stücke gar nicht abzunehmen oder zu überlassen braucht, selbst wenn ein Geld- und Briefkurs im amtlichen Kurszettel notiert ist. Demgegenüber ist z. B. der Berliner Bankier, der auf dem Kassamarkt handelt, Kommissionär und als solcher verpflichtet, nicht nur das Geschäft zu dem Börsenpreis mit dem Kunden abzuschließen, sondern auch noch darüber hinaus von Gesetzes wegen „das übernommene Geschäft mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns auszuführen.“

Aus der vorigen Zusammenstellung der Spannungen auf dem Kuxenmarkt ergeben sich solche bei Kuxen in der Höhe von bisweilen über 20 %, in der Regel aber mindestens von 5 %. Demgegenüber sei jetzt einmal festgestellt, wie groß die Spannungen bei der Notiz für Aktien an der Essen-Düsseldorfer Börse sind und zwar für solche, die auch noch an anderen Börsen einen Markt haben, ebenfalls in Prozentsen auf den Geldkurs gerechnet:

Kurse Mitte Januar 1927:	in % auf den		
	Geld	Brief	Geldkurs
Deutsche Kali	129.—	131.—	1,6
Kali Industrie	149.—	151.—	1,5
Salzdetfurth	189.—	192.—	1,5
Wittekind	82.—	85.—	2,7
Adler Kohle	78.—	81.—	2,7
Dahlbusch	154.—	158.—	2,6
Niederrh. Berg.	89.—	91.—	2,2

	Geld	Brief	in % auf den Geldkurs
Harpener	187.—	190.—	1,6
Dt. Lastauto	44.—	46.—	4,9
Karstadt	161.—	167.—	1,7
Uerdinger Waggon	120.—	122.—	1,8

Die Spannung zwischen Geld- und Briefkurs beträgt hier im Durchschnitt nur etwa 2 % gegenüber 5 % auf dem Kuxenmarkt. Auch hier ist wieder die merkwürdige Tatsache festzustellen, daß die kleineren Werte eine erheblich größere Spanne aufzuweisen haben, als die schwereren. Es sei nur hingewiesen auf Adler Kohle, Wittekind und Lastauto, deren Kurs unter 100 % liegt, während alle die Aktien die über 100 % notieren, mit Ausnahme von Dahlbusch (2,6) eine Spanne von weniger als 2 % aufweisen. Man kann also zusammenfassend sagen, je höher der Wert eines Effekts ist, desto kleiner ist an der Börse die Spannung zwischen Geld und Brief ganz im allgemeinen. Weiter ist wichtig festzustellen, daß die Spannungen bei Aktien geringer sind, als bei Kuxen, und zwar weil die Kurse der meisten Aktien durch andere Börsen kontrolliert werden können, während das bei Kuxen nur bei einigen ganz wenigen der Fall ist. Im übrigen Deutschland werden noch vier verschiedene Kohlenkuxe gehandelt. In Zwickau drei, Deutschland, Oelsnitzer-Bergbau und Kaisergrube. In Leipzig Oelsnitzer-Bergbau und in Köln ein Kohlenkux: Trier I/III.

Dagegen ist der Handel in Kalikuxen vor allem an der Hannoverschen Börse sehr ausgedehnt und gibt auch ihr sein besonderes Gepräge. In Frankfurt werden ebenfalls zwei Kalikuxe gehandelt. Einen besonderen Einfluß auf die Kursnotierungen in Essen-Düsseldorf übt aber Hannover nicht aus, insbesondere nicht auf die Größe der Spanne zwischen Geld und Brief, weil dort die Notierungen auf dieselbe Art erfolgen, und auch die Börsen-usancen dieselben sind wie in Essen und Düsseldorf. Die gemeinsame Notierung von Kalikuxen in Essen-Düsseldorf und Hannover wirkt höchstens gegen größere unberechtigte Schwankungen, die sich auf einem der beiden Plätze aus einem größeren Angebot oder einer größeren Nachfrage ergeben könnten.

In der Tabelle der Aktien sind absichtlich solche Gesellschaften aufgeführt, die auch noch an anderen Börsen ihren Markt haben. Wenn auch der Markt der übrigen, nur in Essen-Düsseldorf notierten Aktien seit der Stabilisierung der Mark eine sehr große Reduzierung erfahren hat, die sich auch heute noch nicht ganz ausgewirkt hat, so seien doch an dieser Stelle aus dem Kursbericht vom 31. Dezember 1924 Beispiele ange-

führt, die zeigen, daß die Spannung bei den Aktien dieser Gesellschaften ganz erheblich höher sind. Dabei muß allerdings noch berücksichtigt werden, daß diese Aktien einen niedrigen Kurs haben, wodurch, wie wir vorhin schon gesehen haben, die Spannung zwischen Geld und Brief schon von vornherein vergrößert wird. Auch haben die meisten dieser Gesellschaften ihre Aktien noch nicht auf Goldmark umgestellt und der Kurs ist in Reichsmark in % für die 1000 Mk. Papiermarkaktie ausgedrückt.

Es notierten:	Geld	Brief	In % auf den Geldkurs
Brückenbau Flender	9.—	10.—	10.—
Chemische Oberkassel	30.—	40.—	33,3
Düsseldorfer Baubank	38.—	42.—	10,5
Gebr. Goedhart	13,5	14,5	7,7
Gladbacher Wolle	17.—	18,5	8,8

Man ersieht aus dieser Tabelle eine weit höhere Spannung, wenn diese auch bei Oberkassel vielleicht auf den Umstand zurückzuführen sind, daß in diesem Papier keine Umsätze stattgefunden haben. Diese große Spanne hat, wie gesagt, ihren Grund in dem niedrigen Kurs der Aktien, weiter aber auch in der Monopolstellung der Essen-Düsseldorfer Börse für diese Aktien. Bei all diesen Beispielen handelt es sich um amtlich notierte Kurse, nicht etwa um Freiverkehrswerte oder die Kurse solcher Effekten, von denen die Berichte manchmal von Banken an ihre Kunden geschickt werden. Zum Teil haben diese großen Spannungen ihre Ursache in den Nachwirkungen der Geldentwertung. In der Inflation entstanden den Banken durch verspätete Zahlungen manchmal Wertverluste, die nicht durch den Kursstand wieder ausgeglichen wurden. So suchten sich die Banken einen Ausgleich für das beim Umsatz entstehende Risiko durch möglichst großen Verdienst zu schaffen. Diese Gefahrmomente fielen selbstverständlich mit dem Augenblick der Stabilisierung fort, doch haben sich noch eine ganze Zeit danach sowohl die Anlagelust des Publikums in Effekten, als auch die große Spannung zwischen Geld- und Briefkurs erhalten, die Spannung in der Hauptsache aber nur bei den Aktien, für die Essen-Düsseldorf der alleinige Markt war. Von den übrigen Aktien weisen keine auch annähernd so große Spannungen auf, wie die untenstehende Tabelle zeigt, die ebenfalls aus dem Kursbericht vom 31. Dezember 1924 entnommen ist.

	Geld	Brief	In % auf den Geldkurs
Köln Neu-Essener	81.—	82.—	1,2
Dahlbusch	121,5	123,5	1,6

	Geld	Brief	In % auf den Geldkurs
Gelsenberg	93.—	94,5	1,6
Harpen	127.—	129.—	1,6
Lothringen	91.—	95.—	4,4

Aus all diesen Kursnotierungen lassen sich mit Sicherheit folgende Tatsachen feststellen: die Spanne zwischen Geld und Brief und der dadurch mögliche Verdienst der Banken ist bei Kuxen und den Aktien, die nur in Essen-Düsseldorf gehandelt werden, durchschnittlich mehr als doppelt so groß, als bei den Effekten, die noch an anderen Börsen ihren Markt haben. Am kleinsten ist die Differenz bei solchen Effekten, die an anderen Plätzen zum Einheitskurse gehandelt werden. Unabhängig vom vorhergehenden ist die Spannung im allgemeinen in den letzten Jahren nach der Stabilisierung immer geringer geworden. Hieraus läßt sich konsequenterweise nur folgern, daß der Eigenhandel und die durch ihn bedingte Geld- und Briefnotiz an der E. D. Börse, den Banken einen größeren Verdienst ermöglicht, als an Börsenplätzen mit Einheits- oder Kassakursen. Auf der anderen Seite muß der Kunde seine Effekturnumsätze hier unter Umständen teurer bezahlen. Die Folge wird sein, eine weitere Abwanderung der Kundschaft zu anderen Börsenplätzen, wie sie in gewissem Maße schon seit Jahren bemerkt worden ist. Die E. D. Börse wird sich darum bemühen müssen, hierfür einen Ausgleich zu schaffen. Vor allem wird es nötig sein, den Eigenhandel durch den Kommissionshandel zu ersetzen. Der Eigenhandel ist zu teuer, zu veraltet und zu kostspielig, um sich auf die Dauer erhalten zu können, und die in Frage kommenden Stellen sollten sich darüber klar sein, daß, wenn erst einmal das Börsengeschäft auf ein Minimum zusammengeschrumpft und die Kulanz der Händler auch nur in Frage gestellt ist, es sehr schwer sein wird, ein neues lebensfähiges Effektingeschäft aufzubauen.

Die Technik der Essen-Düsseldorfer Börse.

Die Städte Essen und Düsseldorf besitzen seit zwei Jahren eigene Börsengebäude, die den Banken und Kaufleuten zur Abwicklung ihrer Geschäfte dienen. Selbstverständlich wird nicht das ganze Gebäude von den Händlern in Anspruch genommen. Der größte Teil ist an Erwerbsgesellschaften und Geschäfte weitervermietet. Träger des Unternehmens in Essen ist die im Sommer 1923 gegründete Börsenhaus G. m. b. H., deren Mitglieder fast ausschließlich aus Essener Bankfirmen bestehen.

Die Düsseldorfer Börse G. m. b. H. in Düsseldorf hat ebenfalls ihr Projekt des Börsenbaues durchgeführt und ist auch jetzt noch die juristische Person, unter der die Verwaltung der dortigen Börse betrieben wird. Ihre Mitglieder sind ebenfalls zum weitaus größten Teil die an der Börse interessierten Banken.

Die Börse findet in Essen statt an den Tagen Montags und Donnerstags, in Düsseldorf Dienstags und Freitags. Mittwochs ist die Börse abwechselnd in Essen und Düsseldorf.

Durch das ungeheure Anwachsen des Effektengeschäftes bei den Banken in der Inflationszeit hat sich natürlich auch die Zahl der Börsenmitglieder entsprechend vermehrt. War doch in der Inflation tatsächlich das einzige nicht verlustbringende Geschäft für die Banken der Effekten- und Devisenhandel, trotzdem auch hier, wie schon oben gezeigt, für die Banken ein gewisses Risiko durch nicht pünktlich eingehende Zahlungen oder verzögerte Lieferung vorhanden war. Die Höchstzahl an Mitgliedern hatte die Börse am Ende des Jahres 1923 mit 357. Die Stabilisierung räumte auch hier auf, und eine ganze Reihe von Banken und Bankiers sahen sich in der Folgezeit veranlaßt oder gar gezwungen, ihre Mitgliedschaft zur Börse aufzugeben, vor allem weil sich für sie das Börsengeschäft nicht mehr lohnte. Bei der allgemeinen Rationalisierung sind eine ganze Anzahl von Banken verschwunden, deren Inhaber dann auch selbstverständlich als Mitglieder der Börse ausschieden.

Im Jahr 1924 war die Verringerung der Mitglieder noch klein. Nur 12 Mitglieder weniger hatte der Börsenverein am Ende 1924 gegenüber 1923. Dann aber, als sich überall die Rationalisierung durchsetzte, die Erkenntnis immer weiter Boden gewann, daß all die ungeheuren Gewinne der Inflation nur Scheingewinne waren und eine ganze Anzahl von kleineren Banken in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, verminderte sich die Mitgliedschaft der Börse im Jahre 1925 doch fast um ein Fünftel, nämlich von 345 auf 299, um dann im Jahre 1926 am 31. Dezember mit 291 Mitgliedern fast gleich zu bleiben. Es scheint so, als ob sich die Verhältnisse von da an konsolidiert hätten, und es ist auch wenigstens für die nächste Zukunft ein größeres Zusammenschrumpfen der Mitgliederzahl nicht zu erwarten.

Die Börsenordnung.

Die Grundlage für die Zulassung von Personen, die Handel in Wertpapieren treiben, zur E. D. Börse, bildet die Börsenordnung. Sie ist für beide Börsen, mit Ausnahme der Bestimmung über die Aufsichtsbehörde und Börsenleitung, gleich. Die

erste Börsenordnung ist für Essen aus dem Jahre 1880, von Düsseldorf aus dem Jahre 1885. Sie hat im Laufe der Jahre mehrfach Aenderungen erfahren, die letzte ist die vom 1. Februar 1923, die bis auf Abänderungen durch die Stabilisierung und Umstellung der Aktien auf Goldmark, noch heute gültig ist. Die Aufsicht über die Essener und Düsseldorfer Börse hatte nicht, wie im Börsengesetz vorgesehen, eine besondere Börsenkommission, sondern die Handelskammern der beiden Städte. In Düsseldorf ist der Geschäftsführer der Handelskammer auch zu gleicher Zeit Geschäftsführer der Düsseldorfer Börse. Erst seit Anfang November 1927 hat Essen und Düsseldorf, veranlaßt durch die Einführung des Terminverkehrs, einen eigenen Börsenkommissar erhalten. Essen hat einen eigenen Geschäftsführer.

Die Beratung der Börse hat der Börsenvorstand, der aus 24 Mitgliedern besteht. Neun hiervon werden von der jeweiligen Handelskammer und die übrigen 15 von den mit der Befugnis zur Teilnahme am Börsenhandel dauernd zum Börsenbesuch zugelassenen Personen gewählt. Von mehreren von einer Firma zugelassenen Börsenbesuchern ist nur einer wählbar. Der Schwerpunkt des Börsenvorstandes liegt also auf seiten der Banken. Jedes Jahr scheidet $\frac{1}{3}$ des Börsenvorstandes aus. Nach § 8 hat der Börsenvorstand folgende Aufgaben und Befugnisse:

- a) die Ruhe und Ordnung in den Börsenversammlungen aufrecht zu erhalten;
- b) die Notierung der Kurse sowie der Preise derjenigen Produkte und Waren, für die die Handelskammer die Notierung für nötig erachtet, unter Zuziehung der Kursmakler zu besorgen;
- c) über die Zulassung zum Börsenbesuche bzw. die Ausschließung von demselben zu entscheiden.

Sämtliche Börsenbesucher, auch die gelegentlichen, die nicht dauernd zugelassen sind, unterstehen den Anordnungen des Börsenvorstandes.

Die Zulassung zum Börsenbesuch liegt ebenfalls in Händen des Börsenvorstandes. Es wird unterschieden zwischen Personen, die am Börsenhandel teilnehmen und solchen, die zugelassen werden, ohne die Befugnis zum Börsenhandel. Zu den ersten gehören „geeignete volljährige Personen, die als Einzelkaufleute oder als persönlich haftende Gesellschafter einer Offenen Handelsgesellschaft oder Kommandit-Gesellschaft oder gesetzliche Vertreter einer juristischen Person in einem Handels- oder Genossenschaftsregister eingetreten sind, sowie die Vorstandsmitglieder öffentlicher Bankanstalten“. Mit denselben Rechten können auch noch Prokuristen oder Handels-

bevollmächtigte der oben genannten Unternehmen zugelassen werden. Ebenso können Kaufleute, die auf die Teilnahme am Börsenhandel nicht angewiesen sind und Berichterstatter der Presse zur Börse zugelassen werden. Zugelassene Kaufleute ohne Teilnahme am Börsenhandel sind wohl in erster Linie Beamte von Industriekonzernen, die nur zur Orientierung oder Ueberwachung ihrer Aufträge die Börse besuchen.

Nach § 18 der Börsenordnung muß die Zulassung zum Börsenbesuch versagt werden:

1. Personen, die sich nicht im Besitze der bürgerlichen Ehrenrechte befinden.
2. Personen, die infolge gerichtlicher Anordnung in der Verfügung über ihr Vermögen beschränkt sind.
3. Personen, die wegen betrügerischen Bankerotts rechtskräftig verurteilt sind.
4. Personen, die wegen einfachen Bankerotts rechtskräftig verurteilt sind.
5. Personen, die im Zustand der Zahlungsunfähigkeit sind oder Vertreter von solchen juristischen Personen.

Als zahlungsunfähig gilt schon, wer seinen Gläubigern über unstreitige Forderungen Vergleichsvorschläge macht.

6. Kann das Ehrengericht selbst von sich aus Personen vom Besuch der Börse ausschließen. Neben dem Ausschluß für immer ist auch noch ein solcher für eine gewisse Zeit möglich. Der Börsenvorstand kann zugelassene Besucher auf mindestens 3 Tage und höchstens 1 Jahr ausschließen oder mit einer Geldstrafe bis zu Mk. 300.— belegen. Dieses ist insbesondere der Fall, wenn sich Börsenbesucher nicht den Anordnungen des Vorstandes fügen oder wenn gerichtliche oder ehrengerichtliche Verfahren gegen einen Börsenbesucher schweben. Die Strafe kann vom Börsenvorstand durch Aushang an der Börse veröffentlicht werden.

Die Zulassung der Effekten zum Börsenhandel.

Nach § 27 der Börsenordnung kann der Börsenvorstand Waren, Wertpapiere oder ausländische Zahlungsmittel zum Börsenhandel zulassen. Die Zulassung geschieht durch die Zulassungsstelle, die aus 6 ordentlichen und 4 stellvertretenden Mitgliedern besteht, die vom Börsenvorstand auf 3 Jahre gewählt werden. Die Zulassungsstelle selbst wählt aus ihrer Mitgliedschaft jährlich ihren Vorsitzenden und einen Stellvertreter. Die aus dem Börsenvorstand hervorgegangene Zulassungsstelle kann Wertpapiere von sich aus zum Handel an der Börse zulassen, und ist lediglich, soweit der Terminhandel in Betracht kommt, an die Vorschriften des § 50 B. G. gebunden.

Dem Antragsteller steht gegen die Entscheidung der Zulassungsstelle, die dem Antrag auf Zulassung nicht stattgegeben hat, innerhalb 3 Wochen nach Bekanntgabe, die Beschwerde an die Handelskammer zu. Die Handelskammer gibt der Zulassungsstelle von der Beschwerde Kenntnis. Bei Beschwerden über die Zulassungsstelle dürfen die der Zulassungsstelle angehörigen Mitglieder der Handelskammer zwar an der Beratung, nicht aber an der Abstimmung über die Beschwerde teilnehmen.

Dies sind die formalen Bestimmungen, nach denen die Zulassung bei der E. D. Börse erfolgen kann. Nähere Ausführungsbestimmungen hierüber haben der Börsenvorstand oder die Handelskammer von Zeit zu Zeit erlassen. Die Zulassungsbedingungen waren im Gegensatz zu anderen Börsen sehr wenig streng. Als 1905 versucht wurde, die hier gehandelten Kuxe auch an der Berliner Börse einzuführen, scheiterte dies an den Bedingungen, die Berlin stellte. Berlin verlangte genau so wie für die anderen bei ihm zugelassenen Effekten:

1. Abschrift des Gesellschaftsvertrages einschließlich des Nachweises über die Berechtigung der Ausgabe von Wertpapieren.

2. Nachweise über die Eintragung in das Handelsregister, die Geschäftsberichte der letzten 3 Jahre und bei inländischen Gesellschaften, wenn noch nicht 2 Jahre seit der Eintragung in das Handelsregister verfließen sind, nach § 193 H. G. B. von besonderen Revisoren erstattete Berichte. Außerdem einen Prospekt mit der Unterschrift derjenigen, die ihn erlassen haben, einschließlich der Unterschrift des Antragstellers.

3. Ausweis und Begründung der Gewinne.

4. Veränderungen des Kapitals.

Da besonders die Gewerkschaften aber in der Veröffentlichung ihrer Bilanzen und Geschäftsberichte sehr zurückhaltend sind, fand eine Einführung an der Berliner Börse nicht statt. Bezeichnend für die Verschlossenheit der Gewerkschaften ist ein Schreiben zweier größerer Gewerkschaften, indem sie sogar der Düsseldorfer Börse auf Anforderung einer Goldmarkbilanz wörtlich schreiben: „Wir sind zu unserem Bedauern nicht in der Lage, Ihnen einen Abdruck unserer Goldmarkbilanz zu übersenden, da wir unsere Bilanzen grundsätzlich nicht veröffentlichen.“ Dabei handelt es sich nur in einem Fall um eine Gewerkschaft, die einem größeren Konzern angeschlossen ist und bei der man diese Zurückhaltung mit Rücksicht auf ihre Beteiligung vielleicht verstehen könnte. Die andere Gewerkschaft ist aber vollständig unabhängig, ist an keinem Konzern interessiert und ihre Kuxe werden nur in Essen gehandelt.

Man hat besonders bei der Handelskammer in Düsseldorf eingesehen, daß die laxen Handhabung der Zulassungs-

bedingungen, wie sie bisher an der E. D. Börse üblich war, besonders für den Kuxenhandel sehr wenig zuträglich ist und hat deshalb „Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren“ ausgearbeitet. Der Fehler hierbei war, daß man nicht auf die Schäden aufmerksam machte, sondern man beschränkte sich lediglich darauf hinzuweisen, daß man ganz allgemein sagte, „über die Einführung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung und zum Handel an einer deutschen Börse sind Vorschriften erlassen worden, die ausführlich im Börsengesetz enthalten sind.“

Die wesentlichen Bestimmungen sind hier kurz zusammengefaßt. Es handelt sich hier nicht um eine Abstellung der Schäden und um eine straffere Durchführung der Zulassungsbedingungen, sondern lediglich um die Tatsache, daß die Handelskammer die E. D. Börse einmal wieder auf die Bestimmungen des Börsengesetzes aufmerksam gemacht hat. Die nun folgenden Bestimmungen sind im wesentlichen kurze Kommentare, über die gesetzlichen Bestimmungen, die nichts Neues bringen.

Auf die Werte, die schon zugelassen sind, müssen die neuen Zulassungsbestimmungen nicht angewandt werden. Diese Werte bleiben vorläufig zugelassen. Dies gilt vor allem für Kuxe, für die ja Bestimmungen über Nennbetrag, Kapital usw. gar nicht gelten, da Gewerkschaften kein festes Kapital haben und Kuxe nicht auf einen Geldbetrag lauten.

Während in Berlin der Mindestbetrag für die Zulassung zum amtlichen Verkehr Mk. 1000000.— nominal beträgt, hat sich diese Bestimmung an der E. D. Börse nicht durchführen lassen, schon aus dem Grunde nicht, weil die Gewerkschaften ja kein in Mark ausgedrücktes Kapital haben. Die einzelnen Kapitalteile, die gehandelt werden, werden in Bruchteilen vom Ganzen genannt. Dem amtlichen Verkehr wird im Vergleich zum Freiverkehr keine große Bedeutung zugemessen.

Wie auch schon oben dargelegt worden ist, ist der Unterschied zwischen dem amtlichen und nichtamtlichen Verkehr in Essen-Düsseldorf praktisch gar nicht vorhanden und deshalb hat auch eine ganze Anzahl von Gesellschaften es gar nicht für nötig gehalten, ihre Effekten zum amtlichen Verkehr einführen zu lassen.

Während sich in der Praxis die Zulassungsbedingungen und auch die Handhabung der Zulassung wenig geändert hat, hat man doch auf den mit der Zulassung einzureichenden Prospekt vom Jahre 1923 ab einen größeren Wert gelegt. Die Handelskammer in Düsseldorf hat auch wieder für diesen Prospekt, der zur Einführung von Wertpapieren zur amtlichen Notiz und zum Handel an der Börse nötig ist, weitere Richt-

linien erlassen. Seine wesentlichsten Erfordernisse sind die Angaben über die Form der Gesellschaft, Körperschaft oder Person, deren Werte zugelassen werden sollen; der besondere Verwendungszweck des Ertrages der Emission; der Nennbetrag der zugelassenen Werte und zwar getrennt nach dem Betrag der bereits vorhanden ist, und dem der erst später ausgegeben werden soll. Weiter der Zeitpunkt, zu dem die Ausgabe voraussichtlich erfolgt.

Zwar bezieht sich diese Bestimmung nicht auf künftige Emissionen, die von der gegenwärtigen Zulassung nicht berührt werden, sondern nur auf zugelassene Wertpapiere und zwar ist sie gegeben worden für den Fall, in dem mit Rücksicht auf einen in nahe Aussicht stehenden Mehrbedarf ein höherer Betrag zugelassen wird, als schon vorhanden ist. Es ist nicht nötig, daß es sich hierbei um eine Teilemission handelt. Meist vollzieht sich dann die Emission wie bei den Pfandbriefanstalten, die je nach Bedarf und Unterbringungsmöglichkeit ihre Obligationen ausgeben.

Nun folgen eine Reihe von Bestimmungen über Unterschrift, Kündbarkeit, Teilung, Sicherstellung, Zinssätze, Verjährungsfristen usw.

Für Aktien gelten noch bestimmte Sonder-Bestimmungen. Soweit sie den Gegenstand des Unternehmens betreffen, ist gesagt, daß, wenn er in der Satzung nicht genügend individualisiert ist, es noch einer besonderen Kennzeichnung des Geschäftszweiges bedarf. Von der Angabe des Grundkapitals kann gefordert werden, daß sie sich vom ursprünglichen Kapital mit allen Veränderungen bis zum heutigen Kapital erstreckt. Weiter sind Angaben zu machen über den Beruf der Mitglieder des Aufsichtsrates, über ihre Bezüge und über ihre Wahl, ob sie turnusmäßig oder gleichzeitig ausscheiden. Weiter Angaben über Vorteile, die zu Gunsten einzelner Aktionäre bestehen, so weit sie in fortlaufenden Bezügen oder Rückzahlungen auf Aktien sich auswirken, weiter die Einlagen, die von Aktionären auf das Grundkapital gemacht worden und nicht durch Bareinzahlung geleistet worden sind, sowie die Entschädigung oder Belohnung für die Gründung und deren Vorbereitung.

Außerdem stellt die Handelskammer als Aufsichtsbehörde der Düsseldorfer Börse jetzt die Anforderungen an die Zulassung, an denen in erster Linie die Zulassung zur Berliner Börse seinerzeit gescheitert ist. Sie verlangt u. a. nämlich auch, einen Nachweis über die in den letzten 5 Jahren verteilten Gewinne und zwar mit genauer Angabe, auf welches Kapital die Gewinne bei Kapitalveränderungen gezahlt worden sind. Diese Angaben müssen bei wesentlicher Verschiedenheit der Gewinnanteile zwischen den einzelnen Jahren

begründet sein. Wenn kein Gewinn vorhanden ist, muß mitgeteilt werden, ob Abschreibungen gemacht worden sind, ebenso muß die Höhe des Verlustes bei einer Unterbilanz angegeben werden. Eigentlich sollte die Befolgung dieser Vorschrift selbstverständlich sein. Sie wird aber oft umgangen, durch falsche Abschreibungen, fingierte Entwertungskonten usw. Außerdem hat das zuzulassende Unternehmen die Bilanz des letzten Geschäftsjahres und wenn diese noch nicht genehmigt ist, die Bilanz des vorigen Geschäftsjahres mit Erläuterungen über den Abschluß des laufenden einzureichen.

Die Höhe der Hypothekenschulden und Anleihen, deren Fälligkeit und Tilgungsart ist anzugeben. Der Prospekt hat ferner zu enthalten die Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages, über die Art der Bestellung und Zusammenstellung des Aufsichtsrates und des Vorstandes, über die Art, wie die Berufung der Generalversammlung der Aktionäre geschieht, über die Aufstellung der Bilanz, die Ansammlung von Reservefonds, das Stimmrecht und die Bezugsrechte der Aktionäre. Bei Wertpapieren inländischer Gesellschaften sind diese Angaben nur insoweit zu machen, als sie von den gesetzlichen Bestimmungen abweichen, z. B. wenn die Bestellung von Aufsichtsrat-Mitgliedern an besondere Voraussetzungen, wie Aktienbesitz oder Sitz des Wohnortes geknüpft ist. Diese Vorschriften gelten nicht nur für Aktiengesellschaften, sondern auch für Wertpapiere aller anderen Gesellschaften, so weit sie dafür in Betracht kommen, also auch für Kuxe. Wenn diese Bestimmungen streng gehandhabt würden, so würde wohl kaum einer der Kuxe unter den heutigen Verhältnissen zugelassen werden, denn wenn einige Gewerkschaften sich sogar weigern ihre Goldmark-Eröffnungsbilanz, die doch bestimmt keine Rückschlüsse auf den Geschäftsgang zuläßt und lediglich dazu da ist, um für künftige Bilanzen die Basis zu bilden, so werden sie sich auf keinen Fall dazu verstehen, Veröffentlichungen in der umfangreichen Form, wie sie hier verlangt werden, zu geben.

Trotzdem ist die Ausgabe solcher Richtlinien und Bestimmungen, auch wenn sie vorläufig noch nicht befolgt werden, zu begrüßen, weil doch anzunehmen ist, daß zukünftige Zulassungen diesen Bestimmungen genügen müssen. Weiter wäre es wohl für die weitere Ausdehnung des Kuxenhandels sehr zuträglich, wenn Kuxe überhaupt nicht mehr nichtamtlich gehandelt würden, denn bei der gleichen Notierung für den amtlichen und nichtamtlichen Markt ist jetzt auch für die meisten Gewerkschaften gar kein Anreiz gegeben, ihre Kuxe im amtlichen Verkehr notieren zu lassen.

Im großen ganzen decken sich diese Zulassungsbedingungen mit denen anderer Börsen. Sie sind nur nicht so umfangreich,

was ja auch bei dem verhältnismäßig kleineren Markt gar nicht nötig ist.

Die Umstellung der Erwerbsgesellschaften auf Goldmark hat zu der Ausgabe weiterer neuer Richtlinien Anlaß gegeben. Die allgemeinen Bestimmungen decken sich mit den vorherigen. Im allgemeinen bleiben die Werte, die einmal zugelassen waren, auch nach der Umstellung auf Goldmark weiter zugelassen. Es sind lediglich der Nennbetrag, das Kapital, Bestimmungen über Kündbarkeit, Tilgung, Verschuldung und die Goldmark-Eröffnungsbilanz beizubringen. Eine neue Zulassung von früher schon zugelassenen Werten ist erforderlich, wenn bei der Umstellung eine Zuzahlung auf Aktien oder Anteile gefordert wird. Es sei denn, daß die Zahlung nur den Zweck hat, runde Aktiennennbeträge zu erzielen und nicht mehr als 5 von Hundert des umgestellten Nennwertes der einzelnen Aktien beträgt. Zuzahlungen sind aber, so weit es Aktien der E. D. Börse angeht, überhaupt nicht erfolgt. Für die Spitzenbeträge ist, so weit sich welche ergeben haben, der Kurswert an die Aktionäre gezahlt worden.

Weiter ist die neue Zulassung nötig, wenn eine Gesellschaft ihre Aktien oder Anteile in einem stärkeren Verhältnis als 50 zu 1 zusammengelegt hat, oder wenn in der Bilanz unter den Aktiven ein Kapitalentwertungs-Konto eingestellt ist. Dieses Kapitalentwertungs-Konto hat nur den Zweck, das Kapital auf der Passivseite bestehen zu lassen, indem auf der Aktivseite für die fehlenden Aktiven dieses sogenannte Entwertungskonto eingesetzt wird. In Wirklichkeit handelt es sich praktisch um eine Zusammenlegung des Kapitals, das hernach so groß ist, wie das alte Kapital abzüglich des bei den Aktiven eingesetzten Entwertungskontos. Zuletzt ist noch die Neuzulassung erforderlich, wenn der Gesamtwert der Stücke, in denen der Börsenhandel stattfinden soll, nach der Umstellung weniger als Mk. 250000.— Goldmark beträgt. Hier sind aber noch Aenderungen zu Gunsten der Gesellschaften mit noch kleinerem Kapital gemacht worden; die Zulassungsstelle kann nämlich von diesem Erfordernis absehen, wenn Wertpapiere desselben Ausstellers bereits an der Börse zum Handel zugelassen sind, d. h. wenn die Gesellschaft, außer den auf Goldmark umgestellten, schon andere Werte bei der Börse zugelassen bekommen hat, z. B. eine Gewerkschaft, deren Kuxe zugelassen sind und die dann einen kleineren Betrag von Obligationen ebenfalls zur offiziellen Notiz bringen will.

Eine Ausnahme ist ebenfalls möglich, wenn die Anteile der Gesellschaft schon vor der Herabsetzung zum Handel zugelassen waren. Durch diese Bestimmung kommt die Zulassungsstelle den Gesellschaften, deren Aktien schon früher offiziell notiert

wurden, entgegen. Es ist aber für die Zulassung ein Kapital von mindestens Goldmark 100 000.— erforderlich. Zum Schluß erhalten die Bestimmungen noch das Versprechen der Zulassungsstelle, daß sie, „gemäß den in den beiden angeführten Verordnungen enthaltenen Bestimmungen und den von der Zulassungsstelle der Börse zu Berlin herausgegebenen Richtlinien“, verfahren wird.

Außer diesen neuen Bestimmungen haben die Zulassungsstellen und die Börsenvorstände der beiden Börsen noch besondere Zulassungserfordernisse über die aufgewerteten Teile von Schuldverschreibungen industrieller und verwandter Gesellschaften, sowie über die Anforderungen bei deren Abstempelung herausgegeben. Sie sind ziemlich umfangreich und bei den geringen Umsätzen in festverzinslichen Werten an der E. D. Börse würde es zu weit führen, sich noch eingehend mit ihnen zu beschäftigen. Es sei nur erwähnt, daß der geringste Nominalwert wieder Mk. 250000.— sein muß, der auch wieder in besonderen Fällen bis auf Mk. 100000.— ermäßigt werden kann. Dasselbe gilt für Genußrechte.

Die Kursfestsetzung.

Die Börsenordnung sagt: „Die Kurse und Preise der Wertpapiere bzw. Waren sind nach Schluß der Börse sofort unter Zuziehung mindestens eines Maklers, welcher der Börsenversammlung beiwohnte, von einem oder mehreren Mitgliedern des Börsenvorstandes festzustellen.“

„Die Makler, welche auf die Aufforderung des Börsenvorstandes bei der Verhandlung zu erscheinen verpflichtet sind, haben die Preise und Kurse der Wertpapiere bzw. Waren anzugeben und evtl. auf Verlangen, unter Verdeckung der Namen der Auftraggeber, ihre Tagebücher vorzulegen. Nach dieser Angabe stellt der Börsenvorstand nach Stimmenmehrheit die Kursliste fest.“

Ueber die Verhandlungen wird eine Niederschrift aufgenommen, in das Börsenbuch eingetragen und von den Vorstandsmitgliedern, Maklern und Beamten der Geschäftsführung der Börse unterzeichnet. Die festgestellten Kurse und Preise der im § 8 b bezeichneten Werte sind sofort durch den amtlichen Kurszettel bekannt zu machen.

Hiernach könnte man wohl annehmen, daß die Kursfestsetzung ähnlich wie in Berlin oder anderen Börsen, die einen amtlichen Verkehr mit oder ohne Einheitskurs haben, erfolgt. Insbesondere erweckt die Vorschrift, daß die Makler auf Verlangen ihre Tagebücher vorlegen und die Preise unter Ver-

deckung der Namen ihrer Auftraggeber dem Börsenvorstand mitzuteilen haben, den Eindruck, als ob in dem amtlichen Kursbericht der E. D. Börse tatsächlich die Kurse notiert werden, zu denen Umsätze vorgekommen sind. Dies ist aber nicht so. Die Kursnotierung in Essen und Düsseldorf ist von der Notierung der amtlichen Kurse an anderen Börsen grundverschieden. Sie ähnelt vielleicht der Notierung der Freiverkehrswerte an den großen deutschen Börsen.

Für die Kursnotierung an den deutschen Börsen im allgemeinen kommen dreierlei verschiedene Notierungsarten in Betracht. Am gebräuchlichsten und auch am bekanntesten ist die Notierung des Einheits- oder des Kassakurses, vor allem für den Berliner Markt. Der Kurs kommt folgendermaßen zustande: Der Kunde gibt seiner Bank einen limitierten oder auch einen Bestensauftrag zum Kauf oder Verkauf eines Papieres. Die Bank gibt diesen Auftrag entweder vor der Börse oder während der Börse an den Makler. Dieser sammelt sämtliche Aufträge und führt dann die Aufträge zu dem Kurs aus, zu dem er am meisten Abschlüsse machen kann. Z. B. sei einmal der Handel in Gelsenkirchener Bergwerksaktien näher beschrieben. Nachdem der Makler alle Aufträge angenommen hat, ergibt sich für Angebot und Nachfrage folgendes Bild:

Geld	%	Brief	%
Mk. 10 000.—	170	Mk. 50 000.—	70 $\frac{1}{2}$
" 10 000.—	171	" 40 000.—	171
" 45 000.—	bestens	" 10 000.—	bestens
" 20 000.—	173		
Mk. 85 000.—		Mk. 100 000.—	

Der Makler hat im ganzen 85 000.— Mk. zu kaufen und 100 000.— Mk. zu verkaufen. Wenn er nun die Aufträge gegeneinander kompensiert, so hat er den größten Umsatz, wenn er den Kurs 171 macht, denn dann fallen bei den Kaufaufträgen Mk. 10 000.— zu 170 % und bei den Verkaufsaufträgen 25 000.— zu 171 % aus. Er kompensiert also im ganzen 75 000.— Mk. und läßt bei den Aufträgen, die er nicht ausführen kann, die übrig, die den niedrigsten Geldkurs und den höchsten Briefkurs haben. Die amtliche Kursnotiz ist also 171. Um nun zu ersehen, ob Geld- oder Briefaufträge bei der Kompensation übrig geblieben sind, oder ob bei den übriggebliebenen Aufträgen die An- oder Verkaufsaufträge in der Mehrzahl sind, setzen einige Börsenzeitungen noch zu dem amtlichen Kurs einen Zusatz, aus dem hervorgeht, welche Art von Aufträgen nicht mehr ausgeführt worden sind. In unserem Fall sind Mk. 10 000.— 170 Geld und Mk. 25 000.— 171 Brief übrig geblieben. Also würde die Notiz lauten, 171 etwas Brief. Wenn überhaupt keine Aufträge aus-

geführt worden sind und nur Geld- oder Briefgebote da waren, so heißt die Notiz nur 171 Geld oder 171 Brief.

In dem oben angeführten Beispiel ist die Mehrzahl der Aufträge ausgeführt worden. Alle Aufträge werden dann ausgeführt, wenn z. B. ein großer Posten mit hohen Geldkursen einer Reihe von verschiedenen Briefkursen, die aber alle niedriger als der Geldkurs sind, gegenüberstehen. Der Makler wird hier auch nach Möglichkeit versuchen, auszugleichen. Er wird aber den Geldkurs auf keinen Fall höher setzen, als den höchsten Briefkurs, wobei er, um große Kursdifferenzen zu vermeiden, Aufträge mit besonders hohen Briefkursen, auch wenn Bestensgeldkurse gegenüberstehen, zur Vermeidung von anormalen Kursschwankungen ausfallen läßt.

Beim Einheits- oder Kassakurs kommen selbstverständlich auch innerhalb der Börse Kursschwankungen vor, denn es ist ja möglich, daß noch während der Börse ein großer Auftrag mit sehr abweichendem Kurs dem Makler übergeben wird. Ob und wie weit dieser Auftrag einen Einfluß auf den Einheitskurs ausübt, hängt davon ab, ob der Makler ihn ausführt und er wird ihn nur ausführen, wenn seine anderen Aufträge nicht so sehr dadurch im Kurs verschoben werden.

Die zweite Art der Kursnotierung an deutschen Börsen ist die Notierung der variablen Kurse. Hier bekommt der Makler auch von der Bank einen Auftrag und gleicht ihn aber dann sofort aus, wenn er einen Kontrahenten gefunden hat. Kommt dann der nächste Auftraggeber, so sucht er sich wieder für ihn einen Kontrahenten, auch wenn der Kurs, zu dem er dann schließlich den Kontrahenten findet, höher oder niedriger ist, als der des ersten Geschäftes. Der Makler führt der Reihe nach so alle Aufträge aus, bis er nach der einen oder anderen Seite keinen Kontrahenten mehr findet. Die Kursnotierung erfolgt dann in der Weise, daß für jedes abgeschlossene Geschäft ein Einzelkurs notiert wird, also in dem oben genannten Beispiel würde vielleicht die Notiz für die variable Notierung für Gelsenkirchener Bergwerksaktien folgendermaßen lauten:

171, 170^{1/2}, 170, 172, 173,

je nach der Reihenfolge, in welcher die Geschäfte abgeschlossen worden sind. Bei der variablen Notierung würden nicht 75 000.— sondern 85 000.— Mk. zum Abschluß kommen, denn die 10 000.— Mk. zu 170 Geld würden sich hier mit den 10 000.— Mk. bestens Brief kompensieren. Der variable Kurs ist also eine Erweiterung der Notiz der Kassakurse. Da zum Kassakurs, wie wir gesehen haben, nicht immer alle Aufträge ausgeführt werden können, weil sämtliche Aufträge auf einen einzigen Kurs gebracht werden müssen, werden eine ganze

Reihe der Papiere des Kassamarktes auch noch zu variablen Kursen gehandelt. Ob der dann auf dem Markt der variablen Kurse erzielte Preis für den Käufer oder Verkäufer besser oder schlechter ist, hängt davon ab, welche Art von Aufträgen überwiegen.

Die dritte Art der Notierung an deutschen Börsen ist die Notierung nach Geld- und Briefkursen. Sie kommt in Berlin und an anderen großen deutschen Börsen nur für den Freiverkehr in Betracht. Wenn Aufträge zu verschiedenen Kursen abgeschlossen werden, so wird gewöhnlich ein Kurs, der in der Nähe des niedrigsten Abschlusses liegt, als Geldkurs und ein Kurs, in der Nähe des höchsten Abschlusses als Briefkurs notiert. Der Handel in Freiverkehrswerten geht nicht durch die Hände der Makler. Die Banken handeln unter sich und die Kurse sind nicht für sie verbindlich insofern, als sie sie für ihren Kunden abrechnen müssen. Sie treten auch in dieser Art von Geschäften nicht als Kommissionäre, sondern als Eigenhändler auf. Die Notierungen nach Geld und Brief haben also dem Publikum gegenüber nicht sehr viel Wert. Der Bankier kann einen Kurs abrechnen, der zwischen Geld- oder Briefkurs liegt, er kann aber auch irgend einen anderen Kurs rechnen, vorausgesetzt, daß er in das Limit des Kunden fällt. Diese Art der Kursnotierung, die an anderen deutschen Börsen nur im Freiverkehr üblich ist, ist in Essen-Düsseldorf und auch noch in Hannover die amtliche Kursnotierung. Der Kurs kommt hier folgendermaßen zustande:

Der Makler gibt zu Beginn der amtlichen Börse ein Glockenzeichen und liest die Papiere der Reihe nach vor. Es soll z. B. einmal angenommen werden, der Kux Ewald sei gerade im Handel. Der Makler ruft „Ewald“ und wenn sich daraufhin niemand meldet, so fragt er „wie ist der Kurs?“ Nun geben sich die anwesenden Händler zuerst einmal vorsichtig ihre Gebote bzw. ihre Anstellungen ab. Es hat z. B. ein Bankier einen Kux Ewald für 63 000.— Mk. zu kaufen, ein anderer will vielleicht zu 62 500.— verkaufen. Die Bankiers geben sich nun nicht etwa gleich ihre Limite bekannt, die sofort zu einem Geschäftsabschluß führen könnten, sondern versuchen zuerst einmal zu fühlen, wie sich der Kurs machen wird, um dabei günstiger kaufen oder verkaufen zu können. Der Käufer wird zuerst also wohl nur 61 000.— Geld rufen und der Verkäufer ruft vielleicht 65 000.— Brief. Der Makler wiederholt die beiden Kurse und wartet vorläufig ab. Es entspinnt sich nun zwischen den beiden Händlern und den anderen anwesenden Börsenbesuchern, die vielleicht auch noch Aufträge für das Papier haben, ein mehr oder weniger großes Geschrei, bei dem die Geld- und Briefkurse schließlich soweit zusammenrücken, bis ein Angebot

oder ein Gebot mit den Worten: „An Sie“ oder „von Ihnen“ akzeptiert wird. Wenn keine Stückzahl genannt wird, gilt der Preis immer nur für ein Stück. In dem Augenblick, wo der Abschluß zustande gekommen ist, sind die übrigen Händler nicht mehr an die von ihnen genannten Kurse gebunden und rufen sich neue Gebote und Angebote zu, die sich aber, wenn die Börse einigermaßen ruhig ist, ungefähr gleich bleiben. Es wird natürlich jeder jetzt versuchen, etwas billiger zu kaufen oder teurer zu verkaufen als sein Vorgänger.

Die Kursnennung dauert so lange, bis kein Abschluß mehr möglich ist. Entweder bis alle Abschlüsse zustande gekommen sind oder sich die restlichen wegen ihrer Limitierung nicht mehr durchführen lassen. Der Makler ruft dann, „wie bleibt der Kurs?“ und wenn sich kein Geschäft mehr entwickelt, so notiert er jetzt nicht etwa die Umsätze, zu denen der Kux tatsächlich gehandelt worden ist, sondern den niedrigsten Briefkurs, zu dem kein Käufer mehr da war und den höchsten Geldkurs, zu dem sich kein Abgeber mehr fand. Die Umsätze, die tatsächlich vorgekommen sind, liegen zwischen diesen beiden Notizen.

Genau so vollzieht sich der Handel in Aktien. Der Makler ruft das Papier auf, die Händler bieten an oder bieten Geld, je nachdem ob sie Geber oder Abnehmer sind und der Kurs, der schließlich notiert wird, liegt auch wieder nach jeder Seite hin etwas von den tatsächlichen Umsätzen entfernt. Diese Kurse, die der Makler notiert hat, kommen dann nachher auch in den amtlichen Kurszettel, der von dem Makler und einem oder mehreren Mitgliedern des Börsenvorstandes festgesetzt wird. Im Zweifelsfalle entscheidet Stimmenmehrheit.

Seine eigentliche Tätigkeit als Vermittler übt der Makler an der Essen-Düsseldorfer Börse nur bei zwangsweisen An- und Verkäufen aus. Im übrigen beaufsichtigt er nur den Handel und notiert die Kurse in der oben bezeichneten Weise.

Der amtliche und der nichtamtliche Verkehr.

Diese Kursfestsetzung ist sowohl beim amtlichen als auch nichtamtlichen Verkehr üblich. Es wird höchstens zwischen beiden vom Börsenvorstand ein Unterschied gemacht insofern, als er nur die amtlichen Kurse in dem amtlichen Kursbericht, der nach jeder Börse erscheint, veröffentlicht. Aus den Kursberichten der Presse ist ein Unterschied fast nie zu ersehen. Nur einige Zeitungen haben die Gewohnheit, die amtlich notierten Werte durch ein Zeichen hervorzuheben und nur die Bergwerkszeitung führt neben dem allgemeinen Kurszettel, den sie meist mit der Reklame für das eine oder andere Bankgeschäft verbindet, noch besonders in ihrem Handelsteil den amtlichen Kursbericht.

Die Makler, deren Aufgabe es doch nach der Börsenordnung sein sollte, für den amtlichen Verkehr tätig zu sein, rufen vor und nach dem amtlichen Verkehr die Kurse der nichtamtlich notierten Werte auf. Der Handel findet in denselben Räumen statt. Der Makler notiert sogar in derselben Weise die Kurse für die nichtamtlichen, wie für die amtlichen Werte. An der Börse selbst kann man die amtliche Notiz nur von der nichtamtlichen unterscheiden dadurch, daß zum Beginn und zum Schluß der amtlichen Börse ein Glockenzeichen ertönt.

Für den Kunden hat der amtliche Kurszettel gegenüber der Notierung der nichtamtlichen Werte auch keinerlei Vorteile, denn der Kunde kann ja aus der Notiz nur feststellen, daß der Kurs, zu dem er vermutlich ge- oder verkauft hat, zwischen der amtlichen Geld- und Briefnotiz liegt. Außerdem ist der Bankier Eigenhändler und gar nicht verpflichtet, selbst nicht auf Grund der amtlichen Notiz, mit dem Kunden das Geschäft abzuschließen.

In der Praxis ist es also vollkommen gleichgültig, ob ein Papier an der E. D. Börse zum amtlichen Kurs notiert wird oder nicht. Man kann lediglich annehmen, daß die Unternehmen, deren Kurse amtlich notiert werden, durchweg besser sind, als die, zu denen keine amtliche Notiz erfolgt, weil die Werte, die offiziell gehandelt werden, vorher durch die Zulassungsstelle der E. D. Börse zugelassen werden müssen. Es ist aber damit durchaus nichts gegenteiliges von den nichtamtlichen Werten gesagt, denn es gibt bei ihnen solche, die an anderen größeren Börsen amtlich gehandelt werden. Schließlich sind die beiden Plätze Essen und Düsseldorf in bezug auf ihre amtlich notierten Werte überhaupt nicht gleich. Es gibt Effekten, die in Essen im Freiverkehr gehandelt werden und in Düsseldorf zur amtlichen Notiz gehören und umgekehrt.

Außer diesen Werten, die von den Maklern aufgerufen und notiert werden, sowohl den amtlich als auch den nichtamtlich notierten Werten, gibt es auch noch solche, die überhaupt nicht oder doch nur selten in den allgemeinen Kursberichten der Banken und Zeitungen erwähnt werden.

Es sind dies die sogenannten unnotierten Aktien, deren Handel vor und nach der Notiz stattfindet, also solche Werte, die vielleicht dem Freiverkehr an anderen Börsen entsprechen. Ihre Zahl ist besonders in der Inflationszeit sehr groß gewesen, als es möglich war, eine Aktiengesellschaft mit dem vorgeschriebenen Kapital, mit nur wenigen Goldmark zu gründen. Sie sind in erster Linie Gesellschaften, die sich manchmal erst durch den Verkauf eines Teiles ihrer Aktien an der Börse die nötigen Betriebsmittel verschaffen wollten. Heute sind sie, soweit es sich um Neugründungen aus der Inflationszeit handelt,

fast alle wieder verschwunden. Nur einige wenige, die genügend mit Kapital ausgestattet waren, um die Stabilisierung zu überstehen, haben sich bis heute gehalten. Der Handel mit ihnen hat nur in der schlimmsten Inflationszeit eine gewisse Bedeutung gehabt. Diese Aktien werden gehandelt, indem ein Interessent ihren Namen und zu gleicher Zeit meist den Geld- und Briefkurs aufruft und versucht, nach der einen oder anderen Seite hin ein Geschäft abzuschließen. Gewöhnlich hat jede Gesellschaft eine bestimmte Bank, die sie finanziert und die den Vertrieb der Aktien an der Börse im Freiverkehr für eine bestimmte Provision übernommen hat. Wenn irgend jemand anders solche Aktien kaufen oder verkaufen will, fragt er meistens bei der betreffenden Bank an, die ihm dann Geld und Briefkurs „macht“.

Der inoffizielle Handel von Kontor zu Kontor unter Ausschaltung der Börse.

Die Eigenart der Bankiers als Eigenhändler bringt es mit sich, daß sich der gesamte Effektenhandel im Bezirk, vor allem der Handel in Kuxen, nicht nur an der Börse abspielt. Die Börse hat unter Umständen nicht genug Material, um größere Aufträge ausführen zu können. Da tritt nun der wirkliche Eigenhandel ein, d. h. der Handel zwischen Banken untereinander ohne Börse oder zwischen Bank und Kunden, den die Banken als Eigenart der E. D. Börse bezeichnen und mit dem sie den Eigenhandel an der Börse, auch für den amtlichen Verkehr, immer verteidigen. Diese Form war die ursprüngliche Form des Kuxenhandels, und die Banken behaupten auch heute immer noch, daß sie, um die Aufträge restlos ausführen zu können, die Fähigkeit haben müssen, auch noch von anderer Seite, ohne Vermittlung der Börse, Abnehmer und Käufer zu finden. An sich haben diese Geschäfte eigentlich gar nichts mit dem Börsenverkehr zu tun, denn wer wollte es einem Bankier verbieten, nebenbei noch als Eigenhändler Geschäfte zu machen. Ein Eigenhandel in diesem Sinne ist ja auch überall, sogar in Berlin möglich, denn weshalb sollte ein Bankier nicht einem Kunden Wertpapiere zu einem Preis, über den sich beide einig sind, verkaufen können oder solche erwerben. Diese Möglichkeit besteht überall. Wenn es sich aber um Wertpapiere handelt, die einen festen Börsenpreis haben, wird es der Kunde in den meisten Fällen vorziehen, an der Börse möglichst zum Kassakurs zu kaufen, weil er dann die Gewißheit hat, daß der Börsenpreis der Preis ist, der der augenblicklichen Marktlage entspricht. Nur wenn der Kunde durch die Börse nicht die Stücke bekommen kann, die er haben will, wird er sich an den Bankier

wenden und ihn beauftragen, die Stücke von anderer Seite zu erwerben.

In diesem Falle versucht dann der Bankier ohne Vermittlung der Börse durch bekannte Bankiers oder Kunden die Stücke zu bekommen oder zu verkaufen. Dies ist hier im Revier um so leichter, als die Leute, die über einen ausgedehnten Kuxenbesitz verfügen, den Banken meistens bekannt sind. Schwierig ist nur, die Gewerken zur Abgabe von größeren Posten zu bewegen, denn sie halten oft als Gründer der Gewerkschaft sehr konservativ an ihrem Besitz fest.

Der Bankier wird auch versuchen, von Banken noch außerhalb der Börse Stücke zu bekommen oder wegzugeben, wenn an der Börse die Ausführung der Aufträge nicht möglich war. Es kommt z. B. oft vor, daß der Händler während der Notiz gerade nicht im Börsensaal war, denn die Börsen von Essen und Düsseldorf haben je zwei Säle, in denen sich der Börsenhandel abspielt, für die von manchen Banken nur ein Händler da ist. Auch erfordert es der Handel in Kuxen oft, während der Börse den Kunden telephonisch anzurufen, sodaß es sehr wohl möglich ist, einmal die eine oder die andere Notiz zu versäumen. Dieses nachzuholen ist Aufgabe des Handels von Kontor zu Kontor.

Vereinzelt wird dieser Handel unter Umgehung der Börse auch noch angewandt, wenn es sich um An- oder Verkäufe handelt, die geheim bleiben sollen und für die sich die Börse meist deshalb nicht eignet. Außerdem haben die meisten Gewerkschaften noch die 1000 Teilung und wenn man dabei berücksichtigt, daß gewöhnlich die Majorität sich noch in einer Hand befindet und an der Börse nicht umgesetzt wird, ist es klar, daß mit den wenigen 100 Stücken, die für die Börse in Frage kommen, nicht immer die gewünschten Transaktionen durchzuführen sind. Dieser nicht börsenmäßige Handel kann überall vorkommen und muß durchaus nicht den Eigenhandel, auch für die Geschäfte an der Börse, zur Folge haben.

Die Abwicklung der Börsengeschäfte.

a) Zwischen den Banken.

Die Börsenvertreter machen sich sofort nach Abschluß des Geschäftes über Stückzahl und Kurs an der Börse Notizen und kontrollieren diese gewöhnlich, besonders, wenn es sich um größere Posten handelt, mit ihren Kontrahenten. Diese Geschäfte werden noch am selben Tage von der Bank aus bestätigt. Auf dieser Bestätigung wird Kurs und Stückzahl angegeben und

da meist die Zeit für die endgültige Abrechnung zu kurz ist, der Zusatz gemacht, „Stücke und Abrechnung lassen wir folgen, bezw. erwarten wir“. Die Lieferung der Stücke mit der endgültigen Abrechnung muß spätestens nach 5 Tagen erfolgen, der Gegenwert ist vom Käufer nach spätestens 2 Tagen zu überweisen. Gewöhnlich aber erhält der Ablieferer an der Abrechnungsstelle oder bei der Bank gegen Auslieferung der Effekten schon die Gutschrift oder einen Scheck über den Gegenwert. Der Effektenhändler-Stempel wird nicht mehr wie früher durch Marken, die auf die Schlußnote geklebt werden, sondern in einem besonderen Abrechnungsverfahren entrichtet. Es wird unten auf die Abrechnung auf einen besonders umrandeten Platz geschrieben, „Mk. X Effektenstempel heute verrechnet“. Dieser Betrag wird dann in den Büchern der Banken auf ein bestimmtes Stempelkonto geschrieben, dessen Habensaldo monatlich dem Finanzamt überwiesen wird. Den Stempel tragen beide Banken je zur Hälfte.

Ist eine Bank mit der Lieferung der Effekten im Rückstand, so kann die andere Bank, nachdem sie ihrer Schuldnerin eine Verzugsfrist, die gewöhnlich zwischen 8 und 14 Tagen liegt, gesetzt hat, die Effekten an der Börse zwangsweise ankaufen lassen. Der zwangsweise An- oder Verkauf von Effekten ist der einzige Fall, in dem die Makler tatsächlich ihre Tätigkeit als Makler im Sinne des Börsengesetzes ausüben. Die Verkäufe und Ankäufe dürfen nur von angestellten Maklern oder nach besonderer Genehmigung des Börsenvorstandes durch einen dazu befugten Beamten abgehalten und müssen durch Aushang bekanntgemacht werden und zwar spätestens vor Beginn des Handels in den betreffenden Werten. Die An- und Versteigerungen müssen vor Feststellung der Kurse und vor Abwicklung der Geschäfte in den betreffenden Werten erfolgen. Ansteigerungen sind Zwangsankäufe bei Lieferungsverzug, Versteigerungen sind Zwangsverkäufe bei Annahmeverzug oder Annahmeverweigerung. Die An- und Versteigerungen erfolgen nach den allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen über die Zwangsversteigerung. Zwangsankäufe kommen verhältnismäßig oft vor. Da es an der E. D. Börse überhaupt keinen Terminhandel in Kuxen gibt, und auch einen solchen in Aktien bis zum Oktober 1927 nicht gegeben hat, helfen sich die Baissenspekulanten dadurch, daß sie einfach Stücke verkaufen ohne sie im Besitz zu haben. Geht dann der Kurs nicht nach unten, wie sie erwartet haben, so wird die Lieferung hinausgezögert. Unter Umständen werden noch Zwischengeschäfte gemacht, indem der Bankier an einer Börse ein Stück kauft, es dann zum Glattstellen seines alten Geschäftes verwendet und zu gleicher Zeit neu verkauft, aber die Lieferung vorläufig noch schuldig bleibt.

Zwangsverkäufe kommen für Rechnung von Banken nie vor, weil ja die Zahlung immer nur gegen Lieferung der Stücke erfolgt. Die zu liefernden Stücke werden, wenn sie Aktien sind, in einem Begleitbrief nummernmäßig aufgeführt, mit einem Zusatze, ab wann sie Zinsbogen enthalten.

Größeren Aufwand erfordert die Lieferung von Kuxen, da die Kuxe Namenspapiere sind im Gegensatz zu Aktien, die meist Inhaberpapiere sind. Wenn der Kux vom Kunden eingeliefert worden ist oder bei der Bank in Depot war, erfolgt die Lieferung des Stückes selbst mit einer Zession, die ungefähr folgenden Wortlaut hat: „Von unserer Beteiligung an der Gewerkschaft treten wir hiermit 1 Kux, in Worten einen, an das Bankgeschäft X ab und bewilligen die Umschreibung und Beteiligung auf seinen Namen. Zubeuß und Ausbeute gehen vom heutigen Tage auf den Erwerber über“. Darunter ist gewöhnlich noch ein Passus: „mit Vorstehendem erkläre ich mich einverstanden, Kukschein anbei“.

Es ist aber auch möglich, daß der Kukschein bei der Gewerkschaft liegt, dann heißt es gewöhnlich: „Kukschein bei der Umschreibungsstelle“, oder wenn er selbst noch nicht verfügbar war „Kukschein lassen wir folgen“, oder „schicken wir zur Gewerkschaft zur Umschreibung“. Für jeden Kux braucht nicht jedesmal eine Zession ausgestellt zu werden, es können mehrere Kuxe durch eine Zession übertragen werden, indem satt 1 Kux die Zahl der Kuxe und die dazugehörigen Nummern aufgeführt werden.

Für nicht pünktlich eingehende Zahlungen für gelieferte Effekten haben die Käufer Verzugszinsen zu zahlen, deren Höhe vom Börsenvorstand festgesetzt wird. Der Satz hierfür beträgt in der Regel 1 % über Reichsbankdiskont, stieg aber in der Inflation bis zu 5 % pro Tag.

Im allgemeinen gelten Exekutionen nicht als Makel, da sie ja meist die Folge von Fixgeschäften sind und dem anderen Teil auch gewöhnlich kein großer Schaden entsteht. Etwa vorkommende Differenzen entscheidet das Börsenschiedsgericht.

b) Zwischen Banken und Kunden.

Die Bank ruft gewöhnlich noch am Abend des Börsentages den Kunden an und teilt ihm mit, daß sie ihm die gewünschten Effekten abnimmt oder überläßt. Am anderen Tage erhält der Kunde eine Abrechnung, die ungefähr den Wortlaut hat:

„Auf Grund Ihres Angebotes — Gebotes, überlassen — übernehmen wir von Ihnen Stück 1 Kux Heringen zu

Mk. 1300.—

Stempel „ 13.—

Zus. Mk. 1313.— wofür wir Ihr Konto belasten.

Die Stücke haben wir für Sie in Depot genommen bezw. haben wir Ihnen auf Stückekonto gutgeschrieben.“

Der Kundenstempel wird ebenfalls nicht mehr durch Aufkleben von Stempelmarken entrichtet. Es ist hier genau wie bei dem Verkehr zwischen den Banken an der Ecke des Briefes der Vermerk angebracht „Mk. 13.— Kundenstempel im Abrechnungsverfahren verrechnet“.

Der Kunde hat also keine Provision zu zahlen, dafür wird aber zum Kurs, je nachdem ob es sich um einen An- oder Verkauf handelt, etwas zugezahlt oder abgezogen, so daß er in der Regel zum Geldkurs verkauft und zum Briefkurs kauft. In dieser Abrechnung ist auch die Form des Eigenhandels klar zum Ausdruck gebracht, denn es heißt nicht:

„Wir kauften für Sie an der Börse“, sondern

„Wir überlassen Ihnen auf Grund Ihres Gebotes“.

Das Geschäft ist hiermit abgeschlossen.

Der Kreis der Effekten.

Um die Frage nach dem Kreis der Effekten zu beantworten, muß man sich, wenn man die Entwicklung verstehen und daraus Ausblicke auf die Zukunft gewinnen will, zuerst mit der Vergangenheit von den ersten Anfängen der Börse befassen. Schon lange ehe die Börse von Essen-Düsseldorf ihre staatliche Anerkennung erhalten hat, wurden hier Effekten, vor allem Kuxe gehandelt. Ja man kann sagen, daß wenigstens in bezug auf Effekten der Schwerpunkt des Handels im Kuxenhandel lag, und zwar waren es fast ausschließlich Kohlenkuxe und Aktien, die in Essen und Düsseldorf ihren Markt hatten.

Ueber das zahlenmäßige Verhältnis der Effekten-Gattungen untereinander gibt die untenstehende Tabelle Aufschluß.

Jahr	Kohlen- Kuxe	Kohlen- Aktien	Kali	versch. Aktien und Kuxe	im ganzen
*) 1865	14	9	—	5	28
1885	71	17	—	52	139
1905	34	16	17	58	135
1913	25	16	14	55	110
**) 1924	18	18	15	33	84
1926	15	11	27	31	83

Nicht berücksichtigt ist hierbei die Zahl der Obligationen. Wenn auch ihre Anzahl ziemlich groß ist, so sind es doch zum

*) Waldhausen, in Festschrift zur Einweihung der neuen Börse in Essen.

**) Amtl. Kursbericht vom 31. 12. 24 und 31. 12. 26.

großen Teil nur solche von Gesellschaften, deren Aktien oder Kuxe hier schon gehandelt werden. Daneben gibt es auch in geringem Umfange Obligationen der Städte und der Gemeinden, die hier im Bezirk liegen. Der Handel mit ihnen war auch schon vor dem Kriege von keiner besonderen Wichtigkeit, denn bei Obligationen und Grundschuldbriefen waren die Umsätze nie sehr groß. Soweit es sich um öffentliche oder halböffentliche Anleihen handelte, kommen hier in erster Linie in Betracht die Obligationen der Städte Essen-Düsseldorf, ferner Rheinprovinz-obligationen und Pfandbriefe der Rh.-W. Bodenkredit-Pfandbrief-Anstalt und Westf. Bodenkredit-Pfandbriefe. Diese Anleihen sind zum größten Teil auch an anderen Börsen, in der Regel auch in Berlin, zugelassen und haben hier in E. und D. nicht ihren Hauptmarkt.

Die übrigen Obligationen sind bis auf ganz geringe Ausnahmen, Anleihen der Gesellschaften, deren Kapitalteile hier schon gehandelt werden, stellen also kapitalmäßig nur einen Bruchteil des Aktien- und Kuxenmarktes dar. Obligationen sind außerdem keine zur Spekulation geeigneten Papiere, sondern reine Anlagewerte, und als solche haben sie auch eher ihren Hauptmarkt an den größeren Börsen, vor allem in Berlin. Auch eignen sich Obligationen für die hiesigen Börsen schon deshalb nicht zum Handel, weil sie nicht nach Einheitskursen, sondern ebenfalls nach der Geld- und Briefnotiz gehandelt werden.

Das Hauptgeschäft in Essen und Düsseldorf vollzieht sich in Werten der Montan- und Metallurgischen Industrie. Bis 1895 wurden von Bergbauwerten, die gewerkschaftsmäßig betrieben wurden, nur Kohlenkuxe gehandelt. Kaliwerte gelangten erst nach diesem Zeitpunkt zur Einführung. Der Handel in Kaliwerten an der E. D. Börse hat seine Ursachen in der großen finanziellen Beteiligung der Banken im Revier. Veranlaßt durch die Erfahrungen, die die ansässigen Kapitalisten beim Kohlenbergbau gesammelt hatten, gingen sie in der Zeit der Gründung der ersten Kalibergbaugesellschaften dazu über, einen großen Teil ihres Kapitals auch in der Kaliindustrie anzulegen. Es ist in erster Linie Geld aus dem hiesigen Industrierevier, das auch heute noch bei den Kaligewerkschaften investiert ist und auch heute noch, nach 30 Jahren befindet sich ein sehr großer Teil davon in den Händen rheinisch-westfälischer Gewerken. Daß die Besitzer von Kalikuxen sehr viel Freude mit ihnen gehabt haben, ist wohl nicht anzunehmen. Zuerst wirkte lähmend auf den Geschäftsgang in der Kaliindustrie die geringe Kaufkraft der Landwirtschaft und die betrübliche Feststellung, daß Deutschland nicht, wie man zuerst angenommen hatte, das Weltmonopol für Kali haben würde. Die Wasser-

gefahr war beim Kalibergbau auch viel größer und gefährlicher, als bei jedem anderen Bergbaubetrieb. Sehr viel Schuld an dem schlechten Geschäftsgang hat aber auch die oft zu unvorsichtige und leichtfertige Gründung von Kaligewerkschaften, von denen einige wegen ihrer ungünstigen Lage und ihrer hohen Betriebskosten von vornherein zur Unrentabilität verurteilt waren. Die Leidtragenden sind hierbei natürlich die Gewerken selbst, die den schwachen Unternehmen durch Zubezahlungen immer wieder auf die Beine helfen mußten. Und das Fazit der ganzen Kaliindustrie ist bis heute, daß die weitaus meisten Kuxe, vor allem die der kleinen und mittleren Gesellschaften heute und auch schon vor dem Kriege einen Kurs haben, der viel kleiner ist als die Gesamtsumme der auf den Kux eingezogenen Zubeußen. Manchmal übersteigen sogar die Zubeußen zusammengenommen den Börsenwert des Kuxes um ein vielfaches. Die Rentabilität der Kaligesellschaften läßt ebenfalls sehr zu wünschen übrig; sie liegt noch um ungefähr $1\frac{1}{2}$ % unter dem Erträgnis der Kohlenpapiere.

Die in der vorhergehenden Tabelle angeführten Zahlen für die einzelnen Effektergattungen beziehen sich nur auf die amtlich notierten Werte. Mit dem Handel der amtlichen Werte ist aber der Effektenhandel noch keineswegs erschöpft. Wie vorher schon gesagt worden ist, hat der Freiverkehr gerade in Essen und Düsseldorf eine Ausdehnung, wie sie verhältnismäßig an keiner anderen Börse vorkommt. Die Technik des Handels macht auch hier in der Praxis überhaupt keine Unterschiede und es ist sowohl für den Bankier als auch für den Kunden vollständig gleichgültig, ob ein Papier im amtlichen oder nicht-amtlichen Verkehr gehandelt wird.

Abgesehen davon, ist seit dem Bestehen der Börse eine immer stärker werdende Abnahme im Börsenhandel von Kohlenkuxen und Kohlenaktien zu bemerken. Die Ursache hierzu liegt in dem Konzentrationsprozeß der Industrie. Viele Gewerkschaften sind von Aktiengesellschaften aufgekauft worden. Andere wieder sind nicht konkurrenzfähig gewesen, denn die meisten Gewerkschaften verfügen nur über eine Zeche, und haben so ihren Betrieb ganz eingestellt. Einige haben sich mit anderen Gewerkschaften fusioniert.

Der amtliche Kurszettel weist Ende 1926 noch 15 Kohlenkuxe auf, von denen aber drei, nämlich Alte Haase, Blankenburg und Admiral nicht mehr gehandelt werden. Alte Haase liegt still und ist in Liquidation, Blankenburg ist in eine A.-G. umgewandelt und auch fast wertlos. Es bleiben also für den Handel im amtlichen Verkehr nur noch 12 Kuxe übrig. Diese 12 Kuxe sind aber auch alle nicht mehr selbständig; 3 von ihnen gehören zu größeren Konzernen und 2 sind mit Gesellschaften

kleineren Umfanges fusioniert, so daß also an ganz selbständigen Kohलगewerkschaften nur noch 7 vorhanden sind.

Etwas günstiger wird das Verhältnis, wenn man die amtlich nichtnotierten Werte noch dazu rechnet. Man kann das übrigens ruhig tun, denn der Unterschied zwischen amtlich und nichtamtlich notierten Werten ist in der Praxis gleich Null. Es handelt sich hier um zusammen 20 Kuxe. Hiervon werden 3 nicht mehr gehandelt und von den anderen sind 8 anderen Unternehmen, vor allem größeren Kohlenaktiengesellschaften angeschlossen, wie Lothringen, Köln-Neuessener, Essener Steinkohle, Dt. Erdöl und Krupp. Im ganzen sind also an der E. D. Börse noch 9 Kohlenkuxe im Handel gegen 71 im Jahre 1885. Ein Teil der eingegangenen Gewerkschaften ist der Börse deshalb nicht verloren gegangen, weil die Aktien der aufsaugenden Gesellschaften ebenfalls hier gehandelt werden. Letzten Endes ist aber hier auf dem Gebiete des Kohlenwertehandels ein nicht unerheblicher Verlust zu verzeichnen.

Dagegen hat sich auf der anderen Seite die Zahl der übrigen Effekten vermehrt, wenigstens bis zum Jahre 1924. Von da ab sind kleinere Gesellschaften verschwunden, die Rationalisierung im Kohlenbergbau und vor allem in der Kaliindustrie hat eine große Anzahl von Kuxen von Aktiengesellschaften abhängig gemacht. Obligationen sind durch die Geldentwertung ganz verschwunden. Die Einführung von wertbeständigen Anleihen war nur ein ganz ungenügender Ausgleich. Lediglich Aktien haben eine wesentliche Vergrößerung ihres Marktes erfahren und die Tendenz zeigt wohl auch immer deutlicher auf eine weitere Verringerung des Kuxenmarktes und eine Vergrößerung des Aktienmarktes.

Der Kapitalwert der amtlichen Werte.

Das Hauptkontingent aller Effekten des amtlichen Verkehrs stellen die Kuxe und Aktien der Kohlen und weiterverarbeitenden Industrie und der Kaliindustrie dar. Wenn auch die Verluste an Gewerkschaften zahlenmäßig groß sind, so wird dieses, wenn auch nur zum Teil dadurch ausgeglichen, daß auf der anderen Seite der Kapitalwert der einzelnen Gewerkschaften vor allem der A.-G. wesentlich gestiegen ist, und zwar nicht nur die Zahl der Bergbau-Aktiengesellschaften, sondern gerade in den letzten 10 Jahren die Aktien verschiedener industrieller Unternehmungen, die zum Teil hier im Revier liegen und zum anderen Teil im übrigen Deutschland ihren Sitz haben, wobei aber die Unternehmen, die hier im Revier oder in seiner Nähe liegen, den größeren Anteil haben.

Der Markt der Braunkohlen- und Erzwerte ist verhältnismäßig klein. Im amtlichen Verkehr werden 6 Braunkohlenkuxe notiert, die einen Kapitalwert von zusammen etwa 36 Millionen Mark haben. Außerdem werden die Aktien von 2 Aktiengesellschaften notiert, die zusammen ein Kapital von 31,5 Millionen Mark haben. Noch kleiner ist der Markt in Erzwerten. Erzkuxe werden überhaupt nicht amtlich notiert, sondern nur im Freiverkehr gehandelt. Ihre Zahl und ihr Kapitalwert sind ebenfalls so gering, daß ihre Notierung nicht von großer Bedeutung ist.

Im ganzen weist der amtliche Kurszettel der beiden Schwesterbörsen folgende Zahlen und Kapitalwerte für die einzelnen Effektengattungen auf.

	Kohlen-		Kali-	
	Kuxe	Aktien	Kuxe	Aktien
Zahl	15	8	20	9
Kapitalwert in Millionen Mk.	243	407	213	242
	(D. 150) *)		(D. 120)	
	Braunkohle-		versch.	
	Kuxe	Aktien	Aktien	
Zahl	6	2	32	
Kapitalwert in Millionen Mk.	36	31,5	1094	
		(300)	(180)	

Diese Zahlen sind bei Kuxen ermittelt, indem der Durchschnittskurs vom Januar 1927 mit der Zahl der Kuxe multipliziert worden ist. Eine andere Bewertung des Kapitals ist bei Kuxen nicht möglich. Diese Bewertung hat aber für sich die Einfachheit und die Uebersichtlichkeit auch für den Außenstehenden. Wenn man nämlich aus dem amtlichen Kurszettel die Zahl der Kuxe abliest und sie mit dem Kurs multipliziert, so hat man unbedingt einen Wert, der der augenblicklichen Einschätzung durch die Börse und die Interessenten entspricht. Dagegen muß man bei der Aktiengesellschaft, für die das Nominalkapital feststeht, das Nominalkapital mit dem Kurs multiplizieren und dann durch 100 dividieren.

Es ergeben sich also folgende Formeln:

$$\begin{aligned} \text{Der Wert einer Gewerkschaft} &= \text{Zahl der Kuxe} \cdot \text{Kurs} \\ \text{Der Wert einer A.-G.} &= \frac{\text{Nominalkapital} \cdot \text{Kurs}}{100} \end{aligned}$$

100

In der Tabelle ist für Aktiengesellschaften als Bewertung nur das reine Nominalkapital eingesetzt. Um nun Vergleichswerte mit dem Kapital der notierten Gewerkschaften zu haben, muß das für Aktiengesellschaften eingesetzte Gesamtkapital mit

*) Die eingeklammerten Zahlen sind Durchschnittskurse Anfang 1927.

dem relativen Kursdurchschnitt: 100 multipliziert werden. Es ergeben sich dann folgende Zahlen für den Wert der Aktiengesellschaften:

Kohlen A.-G.	Kali A.-G.	Braunk. A.-G.	versch. Aktien
614	292	92	1700 Millionen

Nach dieser Berechnung beträgt der Gesamtkapitalwert der in Essen-Düsseldorf zum amtlichen Verkehr 3154 Millionen Mark, wovon 456 Millionen auf Kohlen- und Kalikuxen und 2698 auf Kohlen-, Kali- und verschiedene Aktien entfallen. Dieses Verhältnis von weniger als 5:1 erfährt aber noch eine Berichtigung dadurch, daß für die großen Aktiengesellschaften das ganze Kapital eingesetzt worden ist, während nur ein Teil davon hier, der andere Teil aber an anderen Börsen gehandelt wird. Das an der hiesigen Börse zugelassene Kapital vermindert sich also mindestens um 1000—1200 Millionen, so daß für alle Aktien zusammen vielleicht ein Gesamtkapital von ungefähr $1\frac{1}{2}$ Milliarden der Wirklichkeit am nächsten kommt. Dies ergibt dann ungefähr das Verhältnis von 1:3 für Kuxe und Aktien.

Nach dieser Berechnung würde die Gesamtsumme des Kapitals, die umgesetzt werden kann, für die amtlichen Werte etwa 2 Milliarden betragen. Hierbei ist aber noch folgendes zu berücksichtigen:

Die großen Konzerne, für die die E. D. Börse hauptsächlich in Betracht kommt, Ver. Stahlwerke, Krupp, R. W. E., Lothringen und Kali-Industrie haben die Majoritäten der Gewerkschaften an sich gebracht und die noch verbleibenden Kuxe gegen ihre eigenen Aktien eingetauscht. Im Normalfall sind diese Aktien zum Umtausch der Kuxe durch eine Kapitalerhöhung beschafft worden. Das Kapital des Konzerns wurde gewöhnlich erhöht um das Kapital der fusionierten Gesellschaft. Es werden nun nicht mehr die Anteile vieler kleiner Gewerkschaften gehandelt, der Handel beschränkt sich nun auf den Umsatz der Konzernaktien, aber nur auf den Teil des Aktienkapitals, der als Gegenwert für die Kuxe der aufgesaugten Gesellschaft gegeben worden ist.

Ebenso sind die Majoritäten von einem großen Teil der übrigen Kuxe und Aktien in festem Besitz und zwar gehören sie ebenfalls zum Teil Konzernen oder Einzelpersonen. Dies gilt vor allem für fast sämtliche Kalipapiere. Außerdem befinden sich auch über die Majorität hinaus nennenswerte Posten vor allem von Kohlenkuxen und verschiedenen Aktien in festen Händen und werden auch nicht umgesetzt, fallen also für den gewöhnlichen Börsenhandel vollkommen aus, es sei denn, daß eine Majorität durch den Weg über die Börse ihren Besitzer wechselt. Dies ist wohl möglich, kommt aber so selten vor, daß

man es nicht mit in Berechnung zu ziehen braucht, denn die meisten Majoritäten werden nur zum Teil durch die Börse erworben. Man muß also das ermittelte Gesamtkapital noch einmal um die Hälfte reduzieren, um das Kapital zu erhalten, das tatsächlich normalerweise umgesetzt werden kann. Die sich hieraus ergebende Zahl von ca. 1 Milliarde erhebt nun durchaus keinen Anspruch auf absolute Richtigkeit, sie soll auch als solche nicht gewertet werden. Sie soll vielmehr nur einen ungefähren Ueberblick geben über die Höhe des hier umsatzmöglichen Kapitals. Eine genaue rechnerische Ermittlung, die sehr schwierig aber vielleicht doch möglich wäre, ist ja auch nur im Augenblick ihrer Feststellung für einen ganz bestimmten Tag oder vielleicht nur für eine Stunde möglich. Kurschwankungen im ganzen und auch einzelner Papiere gegeneinander korrigieren sie fortwährend. Sie können das Kapital nach einer großen Hausse oder Baisse mit Leichtigkeit verdoppeln oder halbieren.

Dies sind die Zahlen, die aber nur für den amtlichen Verkehr gelten. Nicht berücksichtigt ist der Kapitalwert der im freien Verkehr gehandelten Werte, auch nicht der Kapitalwert der Effekten, die seit dem 4. Oktober 1927 zum Terminhandel zugelassen sind. Diese beiden Kategorien stellen ebenfalls wenigstens für hiesige Verhältnisse einen nennenswerten Kapitalteil dar, der aber für die unnotierten Aktien wegen der Unregelmäßigkeit des Handels in ihnen und der unzuverlässigen Angaben über Kapital und sonst für die Feststellung wichtigen Daten, auch nicht ungefähr ermittelt werden kann.

Der Effektenhandel und die Kursentwicklung im Kriege und in der Inflationszeit.

Mit Ausbruch des Krieges wurde die Börse geschlossen und jede Kursnotierung verboten. Erst im Dezember 1917 wurde der Handel und die Notierung von Kuxen und Devisen wieder gestattet, mit der Einschränkung, daß Kurszettel nur an Banken und Bankiers und nicht an Kunden weitergegeben werden durften. Schwer getroffen haben die Schließung der Börse und die späteren Einschränkungen des Börsenverkehrs weder die Banken noch die Kundschaft. Die Kuxe, insbesondere die schweren hatten einen für damalige Verhältnisse so hohen Kapitalwert, daß einige von ihnen nahezu unverkäuflich waren. Es konnte sich also in Effekten in der ersten Zeit des Krieges kein großes Geschäft entwickeln, da auf der einen Seite das Geld knapp war, und auf der anderen Seite sich die Besitzer zu den damaligen Preisen nicht von ihrem Effektenbesitz trennen

wollten. Einen wesentlichen Anteil an diesen Kurssenkungen zu Anfang des Krieges hatte auch die Furcht des Publikums vor der Nähe des Kriegsschauplatzes, und die daran angeschlossene Folgerung, daß besonders die Industrie im Westen Deutschlands am ehesten gefährdet sei. Mit den Erfolgen der deutschen Truppen an der Front verminderte sich diese Besorgnis mehr und mehr.

Auf dem Effektenmarkt und auch bei den an der hiesigen Börse gehandelten Effekten setzte dann schon im Jahre 1915 ein Umschwung ein. Die Industrie, die in allererster Linie für Rüstzwecke arbeitete und den Bedarf der Kriegsführung ganz allein befriedigen mußte, da Deutschland ganz auf sich allein angewiesen war, verdiente gut. Sie hatte aber keine Möglichkeit, das durch Warenverkauf erzielte Geldkapital wieder restlos in Warenkapital umzuwandeln; so ergibt sich für die Folgezeit ein Ueberfluß an Geldkapital, das nach Anlage sucht. Die Ausgabe von neuen Wertpapieren ist an die staatliche Genehmigung geknüpft, die aber nicht oder nur in den seltensten Fällen erteilt wird. Es steht also der gleichgebliebenen Menge von Effekten ein immer größer werdendes Geldangebot gegenüber. Die Folge davon ist natürlich, daß die vorhandenen Effekten im Kurs steigen. Die Kriegsanleihe nimmt dieses Angebot nur in beschränktem Maße auf; einmal weil sie als Kriegsrentenpapier doch wohl nicht das Zutrauen genießt, wie andere Effekten und auf der anderen Seite sind die Emissionen nicht hoch genug, um all das überflüssige Kapital, das durch Kriegsgewinne entstanden, ferner das Kapital, das durch den allmählichen Ausverkauf der Industrie aus Mangel an Rohstoffen frei geworden ist, restlos zu absorbieren.

Die Steigerung der Kohlenkuxe betrug im Sommer 1918 gegenüber dem Friedenskurs etwa 70 %. Rückschauend muß man unter Berücksichtigung der Papiergeldvermehrung, die sich schon bis dahin über Deutschland ergossen hatte, sagen, daß diese Steigerung im Verhältnis dazu nicht einmal sehr hoch ist. In Wirklichkeit war aber die Inflation schon viel weiter vorgeschritten; man denke nur daran, daß Deutschland ca. 70 Milliarden Kriegsanleihe bis dahin ausgegeben hatte. Wenn auch der Kurs der Mark dem Ausland gegenüber im Verhältnis zur damaligen Inflation noch sehr gut gehalten war, so mußte doch der Endwert der Mark gegen Ende des Krieges weit unter dem damaligen Devisenkurs liegen. Dagegen mußten Effekten, die als Sachwerte ihren Goldmarkwert in der Regel erhalten hatten, unbedingt im Preise steigen. Von diesem Gesichtswinkel aus waren vor allem Kohlenkuxe, selbst bei annähernder Verdoppelung gegenüber dem Frieden, eher unterbewertet.

Unter dem Ausbruch des Krieges hatten aber weit mehr als die Kohlenkuxe, die Kalipapiere zu leiden. Das Auslandsgeschäft, welches einen sehr wesentlichen Teil der gesamten deutschen Kaliproduktion vor dem Kriege für sich in Anspruch genommen hatte und an dem gut verdient worden war, fiel mit Kriegsausbruch natürlich vollkommen fort. Die Zahl der Kalischächte hatte auch in den ersten Kriegsjahren eine sehr erhebliche Vermehrung erfahren. Ihre Zahl betrug Ende 1915 ungefähr 200 gegen 112 im Jahre 1912 gegen nur 28 im Jahre 1909. Die Preise für Kali wurden zwangsweise festgesetzt und zwar in einer Höhe, die keine Rücksicht auf die erhöhten Lohn- und Betriebskosten nahm. Die Folge davon war natürlich die Ausschreibung von ziemlich hohen Zubußen, zu deren Einziehung sich selbst ältere Gewerkschaften veranlaßt sahen.

Erst das Jahr 1916 brachte auf dem Kalimarkt eine Belebung. Die Regierung hatte ein Verbot gegen das Abteufen neuer Schächte erlassen und auch die Preise wurden für Kali entsprechend den hohen Betriebskosten und Löhnen heraufgesetzt. Die Kurse waren bis Ende 1916 im Verhältnis zu den Kursen der Kohlenkuxe noch zurückgeblieben, aber schon im Jahre 1917 trat auf dem Kalimarkt eine stärkere Steigerung ein, die sich im Jahre 1918 noch in verstärktem Maße wiederholte. Die Gründe hierfür sind zum Teil dieselben wie für die Kohlenkuxe und die übrigen Effekten. Das bei der Industrie überflüssige Geld sucht Anlage und hat nur einen sehr beschränkten Verwendungskreis.

Für den Kalimarkt waren aber noch andere Gründe maßgebend. Ein Teil der Kohlengewerkschaften wurden im Kriege von großen Industriegesellschaften aufgekauft und das hier frei werdende Kapital sucht Anlage auf den anderen Effektenmärkten, in erster Linie auf dem Kalimarkt. Die Gewerken der Kaligewerkschaften verkauften ihren Besitz trotz großer Kurssteigerungen nicht, denn die allgemeine Lage auf dem Kalimarkt wurde damals äußerst günstig beurteilt. Denn trotz des Wegfalls der Auslandslieferungen hatte sich der Kaliabsatz von 6,7 Millionen Dz. im Jahre 1915 auf 10 Millionen Dz. im Jahre 1917 erhöht. Es ist hiermit fast wieder der Gesamtabsatz der Vorkriegszeit im Jahre 1913 erreicht worden. Daß nach diesen Zahlen der damalige Optimismus berechtigt war, ist selbstverständlich, denn Schachtanlagen sind in der Zwischenzeit nicht mehr errichtet worden und die Absatzziffer von 10 Millionen stellte fast nur Inlandsabsatz dar. Man rechnete bei einem günstigen Ausgang des Krieges noch mindestens den Auslandsabsatz vor dem Kriege dazu und kam dann zu einer Zahl, die alle früheren Erwartungen übertraf.

Der Höchstkurs im Sommer 1918 liegt ungefähr 180/200 % über dem Durchschnittskurs von 1913/14.

Der Ausgang des Krieges stürzte aber auch dieses mit so viel Zuversicht errichtete Kursgebäude. Trotzdem liegt der Durchschnittskurs Ende 1918 noch 15 % über dem durchschnittlichen Friedenskurs von 1911. Für die Bewertung von Kaliwerten gilt hier selbstverständlich auch das, was oben schon über die Inflation und die damalige Geldentwertung gesagt worden ist, und auch hier läßt sich die Schlußfolgerung ziehen, daß in Anbetracht dessen auch Kaliwerte, trotzdem sie verhältnismäßig höher waren als andere Effekten, doch noch unterbewertet sind.

In den nun folgenden Nachkriegsjahren steht die Essener Düsseldorfer Börse, wie alle deutschen Börsen restlos unter dem Einfluß der Markentwertung. Die Zinsen der festverzinslichen Werte, die den Rentnern früher ein Auskommen ermöglichten, schrumpften zu einem Betrag zusammen, der nicht einmal mehr zur Bestreitung eines Tagesunterhaltes hinreicht. Nur einige wenige von den Besitzern festverzinslicher Werte haben diesen verheerenden Einfluß der Inflation auf ihr so solide und sicher angelegtes Vermögen rechtzeitig erkannt und haben dementsprechend gehandelt, indem sie ihren Besitz an Rentenzinsscheinen gegen Aktien und Kuxe umtauschten. Darüber hinaus ergibt sich aber auch noch für jeden in der Zeit der Markentwertung die Notwendigkeit, das ohnehin schon geringe Einkommen so anzulegen, daß einer weiteren Entwertung vorgebeugt ist. Die Anlage in Devisen ist wegen der von der Regierung erlassenen Devisenhandelsverbote nicht möglich und so bleibt eben nur die Anlage in Sachwerten übrig und das sind in erster Linie Aktien und Kuxe.

Für die Industrie ergibt sich durch das Mißverhältnis von Inlands- und Auslandspreisen eine gute Verdienstmöglichkeit, die aber in Wirklichkeit nur aus Scheinverdiensten besteht. In den ersten Jahren nach dem Kriege fehlt, auch in maßgebenden Kreisen, hierfür jedes Verständnis. Der Grundsatz der Rechtsprechung Mark gleich Mark, an dem auch noch festgehalten wurde, nachdem die Mark bis Januar 1923 schon auf viel weiter als 1 tausendstel ihres Wertes gesunken war, hat der deutschen Wirtschaft ungeheuer geschadet.

Der Kaufmann war gezwungen, seine Ware zu manchmal behördlicherseits festgesetzten Preisen in Papiermark zu verkaufen und mußte für den Wiedereinkauf von Rohstoffen oder Waren, wenigstens so weit er sie aus dem Ausland bezog, Devisen hergeben und zwar in einer Höhe, die oft in gar keinem Verhältnis zu seinem Erlös stand. Die Folge war natürlich ein Zusammenschrumpfen des Warenlagers, die sich hieraus

ergebende Warenknappheit wirkte preissteigernd auf Waren, begünstigte den Ausverkauf zu erhöhten Papiermark-Preisen, die aber oft nur reduzierte Goldmarkpreise waren.

Das hier überflüssig werdende Geldkapital, das wegen der Warenknappheit nicht sofort wieder angelegt werden konnte, nahm seinen Weg zur Börse, um durch Anlage in Dividendenpapieren bis zur Zeit seiner Wiederverwendung seinen Wert zu behalten.

Aber nicht nur die Industrie und Kaufleute nahmen die Börse in der Nachkriegszeit zur Werterhaltung ihres Vermögens oder ihres Einkommens in Anspruch, nein, jeder der überhaupt sein Einkommen nicht sofort verbrauchte, kaufte sich für den verfügbaren Teil davon Effekten. Aus allen Ständen und Berufen kamen Geldkapitalien zur Börse, um durch ihre Vermittlung in Sachwerte umgewandelt zu werden.

Begünstigt wurde diese Anlagewut des Publikums noch durch die Billigkeit der Effekten. Das Aktienkapital der meisten Gesellschaften wurde durch die Ausgabe von jungen Aktien oft in der vielfachen Höhe des ursprünglichen, verwässert, d. h. für den gleichbleibenden Wert (c. g. s.) des Unternehmens ist jetzt ein nominell viel größeres Kapital vorhanden. Natürlich ist dann der Preis für die einzelne Aktie geringer und es ist damit auch weniger bemittelten Leuten möglich, Aktien oder irgendwelche Kapitalteile von Erwerbsgesellschaften zu erwerben. Eine Erhöhung des wirklichen Kapitalwertes hat für die A.-G. in den wenigsten Fällen stattgefunden, denn der Gegenwert für die jungen Aktien war einmal sehr gering im Verhältnis zum Börsenkurs der alten, auf der anderen Seite verging von der Ausgabe der jungen Aktien bis zum Eingang des Gegenwertes so viel Zeit, daß durch die Geldentwertung der wirkliche Wertzuwachs gleich Null war.

Selbstverständlich war es nicht nur das Anlage suchende Publikum, das, durch die Markflucht getrieben, fast kritiklos jede Aktie als Sachwert hinnahm und jeden Preis dafür bezahlte. Auch die Spekulation hat ihren großen, wenn nicht wesentlichsten Anteil an der Vergrößerung des Börsengeschäftes gehabt und zwar in erster Linie die Spekulation der Banken und auch der Industrie. Waren doch die Banken die erste Hand, in der sich Effekten ansammeln konnten, die dann erst später mit großen Kursgewinnen in das Publikum wanderten. Unter größter Anspannung aller finanziellen Hilfsmittel und unter Ausnutzung aller nur möglichen Kreditmittel haben die Banken für eigene Rechnung — es wird von ihnen bestritten, läßt sich aber aus jedem Effektenkonto ohne weiteres ersehen — jeden möglichen Posten an Effekten gekauft, um ihn dann mit erheblichen Kursgewinnen an der Börse oder auch in ihrer Kundschaft zu reali-

sieren. Hierin liegt eine große Gefahr für das Publikum, das als dritte Hand letzten Endes auf den hohen Kursen sitzen bleiben und so schließlich den Gewinn der anderen mit seinem Verlust bezahlen mußte.

Es ist klar, daß mit dem Anwachsen der Zahl der Börsengeschäfte auch die Arbeitslast der Banken und der Börsen in demselben Maße wachsen mußte. Die amtliche Börse reichte bei weitem nicht mehr zur Ausführung aller Ordres aus und so wanderte ein großer Teil der Spekulation und des Anlage suchenden Publikums zum Markt der Freiverkehrswerte ab. Hier haben sich dann im Laufe der Zeit Verhältnisse entwickelt, die wohl zu den ungesundesten gehörten während der ganzen Inflationszeit, ähnlich wie in den Gründerjahren nach 1871. Dieser Vergleich läßt sich sehr wohl ziehen und die Verhältnisse in der Inflationszeit stimmen mit denen der Gründerjahre durchaus überein, nur haben die Erfahrungen gezeigt, daß die Gründertätigkeit in den Inflationsjahren noch viel leichtsinniger und noch viel weniger solide war, als damals. Die hinterher eintretenden Verluste waren deshalb auch viel größer und haben die Allgemeinheit in verstärktem Maße getroffen.

Wenn auch schon die alten Aktiengesellschaften sehr wenig Weitblick und Klugheit bewiesen haben, als sie ihr Kapital in der Nachkriegszeit oft so stark verwässerten, daß der reale Wert der Aktie nur noch wenige Goldprozent betrug, so hat es ein großer Teil der neugegründeten Gesellschaften direkt darauf angelegt, Nutzen zu ziehen aus der Not des Volkes und sie haben sich nicht gescheut, unter Entstellung und Verdrehung von Tatsachen dem Publikum Effekten anzubieten, die überhaupt keinen Wert hatten und bei denen auch jede Aussicht, überhaupt einmal Wert zu erlangen, fehlte. Nicht selten wurde erst der Erlös der Emissionen dazu benutzt, ein Erwerbsunternehmen ins Leben zu rufen, um dann schlecht und recht bis zum wenig rühmlichen Ende zu versuchen, Geschäfte zu machen.

Bei diesen Emissionen waren Vermittlerprovisionen an die Banken in der Höhe des doppelten Uebernahmepreises durchaus keine Seltenheit, und unter Berücksichtigung dessen mußten sich auch die emittierenden Banken sagen, daß eine solche Kapitalsanlage für das Publikum nur zu Verlusten führen kann. Zur Ehre der Großbanken und der guten Privatbanken sei es gesagt, daß die Emittenten der ganz schlechten Effekten in erster Linie kleinere Privatbanken waren. Doch ging die Verblendung und die Kritiklosigkeit selbst in Bankenkreisen so weit, daß selbst Großbanken Aktienpakete solcher Unternehmungen übernahmen, um sie dann in ihrer Kundschaft unterzubringen.

An diesem Freiverkehr hat vor allem die Essen-Düsseldorfer Börse einen hervorragenden Anteil gehabt, zumal durch die hier günstigen Vorbedingungen für das Gedeihen eines ausgedehnten Freiverkehrs durch die hier gültigen Usancen gegeben war. Wesentlich begünstigt wurde dieser Markt auch noch durch die Abschnürung des Ruhrgebiets von dem übrigen Deutschland und so hat sich hier ein Freiverkehr entwickelt, der so groß war, daß darüber der amtliche Handel ziemlich vernachlässigt wurde. Bei der Stabilisierung hat sich dann auch gezeigt, was von dem Riesengeschäft in der Inflationszeit noch an handelsfähigen Effekten übrig geblieben ist und das war selbst für die stark reduzierten Ansprüche der Banken und der Börse nur sehr wenig. Lediglich der Kuxenmarkt und einige ganz wenige gute Aktien haben sich gehalten und bildeten nun den Grundstock, auf dem die Börse wieder aufbauen mußte. Nicht enttäuscht, wie die Aktiengesellschaften durch ihre manchmal sehr hohen Zusammenlegungen, haben die Gewerkschaften, denn nirgendwo ist das Goldkapital in so reiner Form erhalten worden, wie hier. Bedauerlich für die Besitzer ist nur, daß es, vor allem in der Kaliindustrie sehr viele Kuxe gibt, deren Majorität in den Händen von Aktiengesellschaften ist, die sogar als Ausbeute einen Teil der Aktiendividende haben und so vollständig gebunden und ohne eigene Initiative sind.

Die Kursbewegung.

Die Kurse haben sich in der Inflation nun nicht etwa in einer dauernd steigenden Linie nach oben bewegt, auch sind sie nicht immer genau den Devisenkursen gefolgt. Es hat vielmehr auch hier mannigfaltige andere Momente wie Konjunkturen auf dem Waren- und Kapitalmarkt gegeben, die die Kurse von sich aus beeinflußt haben.

In den Jahren 1919 und 1920 war die Kursbewegung noch verhältnismäßig ruhig. Wohl machte sich schon hier und da ein Mißtrauen gegen die festverzinslichen Werte bemerkbar und auch kleinere Kapitalmengen gingen schon vom Markt der Festverzinslichen zum Markt der Dividendenpapiere über. Die Nachfrage nach Aktien und Kuxen war aber noch nicht so groß, daß die Kurse den durch die Geldentwertung bedingten Stand erreicht hätten. Durch die Kapitalknappheit gezwungen, gingen auch manche Gesellschaften schon jetzt dazu über, ihr Kapital zu verwässern.

Gegen Mitte des Jahres 1920, nach Abschluß des Spa-Abkommens, kam es zu einer regelrechten Hausse; trotz der wirtschaftlichen Auseinandersetzung über die Sozialisierung kam es nicht zu Kursrückschlägen. Wesentlich für das Ansteigen

der Kurse waren spekulative Momente, die in den Zusammenlegungen der größeren Unternehmen, sowohl in der horizontalen, als auch in der vertikalen Richtung ihre Ursache hatten.

Die wesentlichsten Umwandlungen und Zusammenschlüsse, soweit sie Gesellschaften angehen, deren Anteile an der Essener Börse gehandelt werden, sind die folgenden: Die Gewerkschaft Hermann ging gegen Zahlung von 200 000.— Papiermark an einen französischen Hüttenkonzern über. Die Gewerkschaft Trier wurde von Köln-Neuessen aufgekauft und zwar zahlte Köln-Neuessen für je einen Kux 4 Aktien und 1000.— Papiermark. Oespel kam zu Essener Steinkohle zu dem Preis von 10 Steinkohlenaktien für 1 Kux. Die Gewerkschaft Lothringen wurde in eine A.-G. umgewandelt.

Auf den Braunkohlenmarkt hatte das Abkommen von Spa einen großen Einfluß. Deutschland verpflichtete sich in dem Abkommen, nennenswerte Mengen von Kohle und Koks an Frankreich zu liefern und man sah in Deutschland deshalb in der Braunkohle einen Ersatz für die so wegfallende Kohlenmenge, und die Folge davon war, daß Braunkohlenkuxe gegen Ende des Jahres 1920 sehr gefragt waren und ihren Kurs wesentlich verbessern konnten.

Auch der Kalimarkt zeigte seit langem wieder einmal viel höhere Kurse, denn nach langen Verhandlungen sind endlich wieder Auslandsabschlüsse, vor allem mit Amerika, zustande gekommen. Von weiterer Bedeutung sind die Zusammenschlüsse von den Gewerkschaften Carlsfund und Hermann II mit der Deutschen Kali A.-G. und der Erwerb der Majorität von Alexandershall durch Wintershall.

Das Jahr 1921 brachte in seiner ersten Hälfte vorwiegend Kursrückgänge auf allen Märkten. Die passive Handels- und Zahlungsbilanz Deutschlands und das Anwachsen des Notenumlaufes bis auf 112 Milliarden im Dezember, das ist etwa das 20 fache der Vorkriegszeit, haben in erster Linie diese Rückschläge verursacht. Außerdem erlitt die Kohlenindustrie durch die niedrigen Inlandspreise nennenswerte Verluste. In der Mitte des Jahres machten diese Bedenken einer ruhigeren Beurteilung der Börsenlage Platz, die sich in Kurserhöhungen auswirkte. Der Abschluß des Londoner Abkommens, in dem sich Deutschland zur Zahlung von 1 Milliarde Goldmark verpflichtete, wirkte katastrophal auf den Stand der Mark ein. Die Folge war eine Markflucht, wie sie vorher noch nie vorgekommen war. All die Bedenken, die das Publikum und die Spekulation im ersten Halbjahr von der Börse ferngehalten hatten, fielen weg und die Kurse schnellten sprungweise nach oben und zwar für alle Arten von Werten gleichzeitig und fast gleichmäßig.

Am 7. November erreichten die Kurse den höchsten Stand des Jahres 1921. Nachher gegen Ende des Jahres kam es wieder zu einer Reaktion und die Kurse, die sich in einigen Monaten vervielfacht hatten, fielen wieder in wenigen Tagen um mehrere 100 %.

Neu zugelassen zum amtlichen Verkehr in diesem Jahre wurden die Aktien von Köln-Neuessen, Goldschmidt, Deutsche Kali, Rheinstahl und Obligationen von Mont Cénis und Krupp.

Gegenüber der Vorkriegszeit betrugen die Kurse im November etwa das 20—30 fache. Sie gingen dann bis Ende Dezember wieder auf das etwa 15 fache zurück. Dies entspricht ungefähr den Kursen, wie sie durch die Geldentwertung bedingt sind.

Für die Börse hatte das Jahr 1922 einen ähnlichen Verlauf, wie das Vorjahr. Trotz der Stagnation der Devisenkurse zum Anfang war die Tendenz an der Börse ziemlich fest. Vor allen Dingen die schwereren Werte hatten größere Kurssteigerungen aufzuweisen, die damals berechtigt erschienen, weil im Laufe des Vorjahres die Kurse nicht mit den Steigerungen der Devisen Schritt gehalten hatten.

Bei der Kaliindustrie war der Geschäftsgang zu Anfang des Jahres wieder befriedigend. So entwickelte sich fast im ganzen Jahr für Kaliwerte eine ziemlich große Nachfrage. Hier traten auch noch außer der Beurteilung des günstigen Geschäftsganges spekulative Momente in den Vordergrund. Die großen Konzernierungsbestrebungen nahmen hier ihren Anfang. Es war aber bei der Undurchsichtigkeit der Börsenlage nicht möglich, einen genauen Ueberblick über die verschiedenen Richtungen der Zusammenschlüsse zu bekommen. Neben tatsächlichen Interessekäufen, die von Konzernen oder befreundeten Gruppen ausgingen, wurden auch noch rein spekulativ in diesem oder jenem Papier Meinungskäufe getätigt, die dann immer ein beträchtliches Anziehen der Kurse zur Folge hatten.

Im Februar setzte sich die Markverschlechterung in verstärktem Maße fort. Doch die in den nächsten Monaten einsetzende Geldversteifung ließ im ganzen Sommer kein größeres Geschäft auf dem Kuxen- und Aktienmarkt zustande kommen. Wohl brachte die Geldentwertung Kurserhöhungen mit sich, die aber noch lange nicht im Einklang mit der Geldentwertung standen. Die Kurse bewegten sich nun nicht etwa in diesem Jahr auf einer stetig nach oben gehenden Linie, vielmehr wurde die Aufwärtslinie des öfteren durch die gerade in diesem Jahr besonders große Geldknappheit unterbrochen.

Schon das zweite Drittel des Jahres brachte ganz erhebliche Einbußen, bei denen der Grund einmal in den Devisenschwankungen und zum anderen in der verhältnismäßig un-

günstigen Lage der Industrie zu suchen ist. Gesteigerte Selbstkosten und Löhne, besonders bei der Kohlenindustrie und die im Verhältnis dazu nur geringen Preiserhöhungen ließen auf allen Märkten keine großen Kurssteigerungen zu. Auch der Ausgang der Konferenz von Genua und die in Aussicht stehende Zwangsanleihe drückten auf die Börsenkurse. Erst gegen Ende Juli machte sich wieder eine größere Aufwärtsbewegung bemerkbar, die ihren Grund aber lediglich in der Steigerung der ausländischen Devisen hatte. Besonders bevorzugt war aus den oben angeführten Gründen in diesem Jahr Kalipapiere, da der Kaliindustrie in diesem Jahr Preise zugebilligt wurden, die trotz der erhöhten Gesteigungskosten nennenswerte Gewinne ermöglichten. Im ganzen haben sich die Kurse im Laufe des Jahres ungefähr verzwanzig- bis verdreißigfacht. Das entspricht nicht ganz der Steigerung, wie sie zum Ausgleich der Marktentwertung nötig gewesen wäre.

Das Jahr 1923 brachte nun mit seiner Geldentwertung ein ungeheures Anwachsen des Börsengeschäftes. Der Dollar, der am 11. Januar, am Tage des Einrückens der Franzosen noch Mk. 11 000.— notierte, stieg bis Ende Januar auf Mk. 50 000.—. Die Regierung sah sich infolge dieser großen Gefahr zu einer Marktstützungsaktion veranlaßt, die auch vorläufig Erfolg hatte. Es gelang ihr innerhalb weniger Tage den Dollarkurs bis auf ungefähr Mk. 20 000.— zu drücken und diesen Kurs auch 2 Monate zu halten. Verschärft wurde die wirtschaftliche Lage noch durch den passiven Widerstand, und die große Inanspruchnahme von Reichsmitteln durch die in Mitleidenschaft gezogene Industrie.

Vor allem hatte der Steinkohlenbergbau unter diesen schwierigen Verhältnissen zu leiden. Von den sämtlichen Zechen des Ruhrbezirks waren 93 % in ihrer Förderung durch die Besatzung beschränkt, und nur 7 % konnten ungehindert weiter fördern. Für die Zechen im besetzten Gebiet betrug die Förderung im April nur etwa die Hälfte, wie in der gleichen Zeit des Vorjahres. Im Mai war die durchschnittliche arbeits-tägliche Förderung gegenüber dem Vorjahre auf etwa $\frac{1}{4}$ verringert. Diese Fördereinschränkungen haben sich in der ganzen Zeit des passiven Widerstandes erhalten und noch im Oktober förderten die Zechen nur noch 25—30 % des Monatsdurchschnitts vom Vorjahre. Die Kohlenknappheit, die durch Sachlieferungen und den Verlust eines großen Teiles des ober-schlesischen Kohlenreviers schon im Jahre 1922 bestanden hatte, verschärfte sich im Laufe des Jahres 1923 durch die Förderungseinschränkungen der Zechen noch um ein wesentliches. Wenn auch ein Teil der Industrie größere Vorräte in Brennstoffen angesammelt hatte, und wenn auch der Wirtschaft

im Januar 1923 durch den Wegfall der Reparationslieferungen vorübergehend größere Kohlenmengen zur Verfügung standen, so brachte doch das Jahr 1923 eine ganz erhebliche Vermehrung der Kohleneinfuhr nach Deutschland. Im ersten Halbjahr 1923 wurden gegenüber 1922 folgende Mengen an Steinkohlen, Koks und Briketts eingeführt:

*) Steinkohle	1. Halbjahr	
	1923	1922
Saargebiet	103 624 t	410 346 t
Tschechoslowakei	497 273 t	78 448 t
Polnisch-Oberschlesien	6 549 641 t	—
Großbritannien	7 756 627 t	1 526 582 t
Ostpolen	—	—
Uebrige Länder	155 377 t	86 840 t
Zusammen	15 062 542 t	2 102 216 t
Koks		
Polnisch-Oberschlesien	31 650 t	—
Saargebiet	906 t	10 459 t
Großbritannien	261 179 t	38 308 t
Uebrige Länder	66 846 t	2 801 t
Zusammen	460 581 t	51 568 t
Preßsteinkohle		
Saargebiet	1 946 t	322 t
Polnisch-Oberschlesien	51 484 t	—
Tschechoslowakei	16 823 t	329 t
Uebrige Länder	8 230 t	1 t
Zusammen	78 483 t	652 t

Durch diese hohe Kohleneinfuhr wurde zwar der Bedarf an Kohle einigermaßen gedeckt, aber die finanzielle Leistungsfähigkeit doch sehr geschwächt, da für die eingeführten Kohlen kein nennenswerter Gegenwert ins Ausland ausgeführt werden konnte.

Das Geschäft im Braunkohlenbergbau erfuhr durch die Abschnürung des Ruhrgebiets eine weitere Belebung.

Der Geschäftsgang in der Kali-Industrie war im Jahre 1923 sehr schlecht. Während noch bis Juli die Bestellungen der deutschen Landwirtschaft in befriedigender Weise einliefen, trat bis zum Monat Dezember eine große Absatzstockung ein. Die Ausgabe der Rentenmark und die Naturalrabatte, welche das Kalisyndikat während des Monats November gewährte, belebten das Geschäft teilweise wieder.

Auch trugen steuerliche Maßnahmen sehr zu dieser Absatzstockung bei. Die Absatzkrise der letzten 5 Monate im Jahre

*) Jahresbericht der Düsseldorfer Börse für das Jahr 1923.

1923 haben die ganze Kaliindustrie gezwungen, Feierschichten einzulegen und Arbeiterentlassungen vorzunehmen. Durch diese Betriebseinschränkung sind die Produktionskosten der Kali-Industrie gestiegen und auch die Lage der Arbeitnehmer hat sich wesentlich verschlechtert.

Die Börse selbst stand im Jahre 1923 ganz unter dem Einfluß der Inflationsperiode. Während sonst bei normalen Verhältnissen eine Aktion, wie die Ruhrbesetzung zweifellos eine Panik an der Börse verursacht hätte, hielt jetzt jeder Effektenbesitzer an seinen Papieren fest, nur um die Substanz zu erhalten. Die Frage der Rentabilität, die in normalen Zeitverhältnissen für die Effektenkurse eine ausschlaggebende Rolle spielte, trat ganz in den Hintergrund. Die Flucht vor der Mark ließ vor allem auch jetzt in verstärktem Maße kleine Sparer und Einkommensempfänger ihre Barmittel an der Börse anlegen, um sich so wenigstens einen Teil des Wertes zu erhalten.

Auf dem Kohlenkuxenmarkt ließ die Tatsache der Ruhrbesetzung vorläufig die Kurse nicht in demselben Maße steigen, wie es der Steigerung der Devisenkurse entsprochen hätte. Die Kurse blieben gegenüber anderen Werten in der ersten Zeit sehr zurück und erst als wieder eine ruhigere Auffassung Platz gegriffen hatte, wurden diese Kursunterschiede wieder ausgeglichen. Vor allem waren es die linksrheinischen Werte, wie Diergardt und Wilhelmine Mevissen, die sich jetzt bei der Kundschaft eines besonderen Interesses erfreuten und im Kurse verhältnismäßig weit über den Kursen der rechtsrheinischen Werte standen. Bei den Kohlenaktien dominierte Lothringer Bergbau wegen ihres unveränderten Goldmarkkapitals.

Einige Transaktionen innerhalb des Kohlenbergbaues sind von Bedeutung, so z. B. der Uebergang der Majorität von Graf Bismarck in die Deutsche Erdöl A.-G.; die Umwandlung der Gewerkschaft Mörs in die Niederrhein. Bergwerks A.-G. Die Gewerkschaft Trappe wurde in die Ruhrkohlen A.-G. verwandelt und die Majorität der Gewerkschaft Beharrlichkeit ging auf die Montania A.-G. über.

Kaliwerte waren bis zu Beginn der Besetzung sehr gefragt. Vor allen Dingen aus der Erwägung heraus, daß die Kaligesellschaften im unbesetzten Gebiet lagen und so einer Gefahr eines fremden Eingriffs nicht ausgesetzt waren. Außerdem prophezeite man der Kaliindustrie wegen ihres zu erwartenden großen Auslandsgeschäftes eine gute Zukunft. In der zweiten Hälfte des Jahres machte sich aber die ausländische Konkurrenz stärker bemerkbar und auch finanzielle Schwierigkeiten, wie Ueberschreitung der Weltmarktpreise und Verkehrshemmungen im Inlande übten einen lähmenden Einfluß auf den Absatz aus.

Eine ganze Reihe von Gewerkschaften gingen zur Ausschreibung von Zubeßen über, die mit einer weiteren Unterteilung der Kuxe von 1000 in 5000 Teile Hand in Hand ging. Die Aktiengesellschaften schritten zu Kapitalerhöhungen, um ihren Geldbedarf zu befriedigen. In die Mitte dieses Jahres fällt auch die große Transaktion des Wintershall-Konzerns, deren Erfolg die Gründung und die Einführung der Kali-Industrieaktien war. Diese Gesellschaft verfügt als Mantelgesellschaft über sämtliche Majoritäten der bis damals zu Wintershall gehörigen Gewerkschaften.

Auf dem Markt der unnotierten Werte war während des ganzen Jahres eine außergewöhnlich lebhafte Geschäftstätigkeit. Der niedrige Preis der meisten Aktien und Kuxe gaben die Veranlassung vor allem zur Betätigung kleinerer Kapitalisten auf diesem Markt. Im ganzen wurden 46 Werte von dem Ausschuß für den Handel in nichtamtlich notierten Werten zum Handel und Aufruf an den Börsen zu Essen und Düsseldorf zugelassen. Die meisten von ihnen kosteten nur wenige Goldmark und sind auch in der Zwischenzeit wieder verschwunden. Nur etwa 6, darunter Kali-Industrie, Niederrhein.-Bergbau, Remy, haben sich bis heute auf dem Markt der Börse halten können. Dabei sind aber die besten von ihnen vom Markt der unnotierten Werte herausgenommen und zum amtlichen Handel zugelassen worden.

Auf dem amtlichen Markt wurden im Jahre 1923 die Aktien der Schwabenbräu A.-G., der Eschweiler-Ratinger Metallwerke, des Duisburger Bankvereins, der Dorstener Eisengießerei zugelassen. An Kuxen wurden amtlich notiert die Kuxe der Gewerkschaft Wilhelmine Mevissen und der Kaligewerkschaft Heiligenroda. Außerdem wurden 25 000 Kuxe der Gewerkschaft Deutschland, die bis dahin nur in Leipzig und Zwickau gehandelt wurden, zum amtlichen Verkehr an der hiesigen Börse zugelassen.

Das Geschäft in Braunkohlenkuxen hat, hervorgerufen durch die Knappheit an Steinkohle und ihren Nebenprodukten besonders im Jahre 1923 einen großen Aufschwung erfahren, und auch für den Kuxenmarkt eine gewisse Bedeutung erlangt. Der Börsenvorstand sah sich deshalb veranlaßt, den größten Teil der Braunkohlenkuxe, die bis jetzt nur auf dem freien Markt gehandelt wurden, zur amtlichen Notiz zuzulassen. Es sind dies die Kuxe der Gewerkschaften Gute Hoffnung, Leonhard, Michel, Vesta, die sämtlich zum Michelkonzern gehören.

Ueber die Kursbewegung im Jahre 1923 im einzelnen viel zu sagen, würde zu weit führen und dabei doch keine einwandfreien Schlüsse zulassen, besonders wenn man berücksichtigt, daß die Kurse im Anfang des Jahres 1923 noch nach Mk. 1000.—

und am Ende des Jahres 1923 nach Billionen Mark notiert wurden, wobei, um nur ein Beispiel herauszugreifen, die Kuxe der Gewerkschaft Trappe Ende 1923 Mk. 900.— Billionen notierten, gegen Mk. 400 000.— zu Anfang des Jahres.

Die Kurse des Jahres 1923 waren am höchsten am 6. November bei einer Dollarnotierung von 12 Billionen Mark für einen Dollar im hiesigen Devisenfreiverkehr. Die wenige Tage darauf einsetzende Stabilisierung der Mark hat eine Reaktion an der Börse verursacht, bei der die Kurse bis zum Ende des Jahres auf die Hälfte bis ein Drittel der Höchstkurse fielen. Besonders hiervon betroffen wurden die Aktien kleinerer Gesellschaften, die im freien Verkehr notiert wurden. Ihr Kurs war in wenigen Tagen so gesunken, daß es sich für manche nicht einmal mehr lohnte, sie zu verkaufen. Die nun eintretende Kapitalknappheit und die hierdurch verursachten hohen Zinsen für Leihkapital — der Zinsfuß betrug zum Teil 2 und 3 % täglich, — ließen eine Aufnahme von Leihgeld unmöglich erscheinen. Die Ausgaben von Neuemissionen hörten vollständig auf. Eine ganze Reihe, vor allem der auf dem nichtamtlichen Markt gehandelten Werte verschwanden schon in der ersten Zeit des Jahres 1924 wieder so schnell wie sie aufgetaucht waren.

Das Jahr 1924 stand vor allem unter dem Einfluß von zwei Tatsachen, die seit Jahren schon das Ziel der Wirtschaft waren. Die Konsolidierung unserer Währungsverhältnisse und die Neuregelung unserer Reparationsverpflichtungen. Schon gegen Ende des Jahres 1923 war es der deutschen Regierung gelungen, den Dollarkurs auf einer Basis von 4,20 Billionen für einen Dollar zu stabilisieren und wenn auch in den ersten Wochen nach der Stabilisierung vor allem im Westen, im besetzten Deutschland, wesentlich höhere Preise für Devisen gezahlt wurden, so gelang es doch, diese Basis beizubehalten und die Kurse für Devisen ihr anzupassen. Die Folge der Stabilisierung war nun eine sofort eintretende Kapitalknappheit, die sich in den geforderten und gezahlten Zinsen für Leihkapital der damaligen Zeit bemerkbar machte. Die ungeheuren Mengen an Notgeld, die besonders im Westen Deutschlands umliefen und die besonders dazu beigetragen haben, den Wert der Mark zu verringern und die Effektenkurse zu steigern, wurden eingezogen. Die Industrie verdiente an Auslandsgeschäften nicht mehr wie früher, da die Inlandpreise in den letzten Monaten der Inflation zum Teil schon die Auslandpreise weit überschritten hatten.

Der Mangel an Kapital und die Unmöglichkeit in Deutschland und vorläufig auch aus dem Ausland Kredite zu erlangen, und das gänzliche Fehlen vernünftiger Kapitalneubildung, ließ im ganzen Jahr 1924 kein großes Geschäft an der Börse zu. Die

ebenfalls schlechten Rentabilitätsaussichten trugen das ihrige hierzu bei. Besonders hatten Aktiengesellschaften in hohem Maße unter den Krisen und der Kapitalknappheit zu leiden. Die Unsicherheit über die zu erwartenden Goldmarkbilanzen und die damit verbundenen Kapitalumstellungen ließen trotz der niedrigen Kurse keine Kauflust auf den Effektenmärkten aufkommen.

Was die Kursbewegung im einzelnen angeht, so hielt man die Kurse zu Anfang 1924 für unberechtigt niedrig. Einige lose angeknüpfte Auslandsbeziehungen, z. B. die Gründung der Internationalen Bank in Amsterdam, ließen dann die Stimmung an der Börse vorübergehend freundlicher werden. Aber die im Februar wieder auftretende Kapitalknappheit verursachte einen neuen Rückschlag, bei dem sich der Kuxenmarkt, gegenüber der Tendenz der anderen Börsen noch einige Zeit hielt. Die nun einsetzenden Kursrückgänge hatten ihren Grund in den Krisenerscheinungen, die durch die Kapitalknappheit hervorgerufen waren. Die verfehlte Frankenspekulation brachte dem Publikum und auch den Banken ungeheure Verluste, so daß sich ein großer Teil der Effektenbesitzer gezwungen sah, zur Glattstellung seiner Frankenengagements seine Kuxe oder Aktien um jeden Preis zu verkaufen. Verschärft wurde diese Krise durch die Zahlungsunfähigkeit selbst größerer Firmen und Banken, die durch verfehlte Spekulation ebenfalls gezwungen waren, teilweise ihre sämtlichen Effekten und Devisen zu verkaufen.

Als die allgemeine Mißtrauenskrise einen vollständigen Zusammenbruch der Kurse befürchten ließ, bildeten die D. Banken im Juni, gegen Ende des Monats, ein Stützungskonsortium, dem es auch gelang, nicht nur der rückläufigen Kursbewegung erforderlich entgegenzuarbeiten, sondern auch das Kursniveau wesentlich zu heben, so daß sich in wenigen Wochen die Kurse gegenüber ihrem niedrigsten Stand verdoppelten. Diese Kurserhöhungen waren aber nur von kurzer Dauer. Nach wenigen Wochen fiel die Börse wieder in ihre frühere Lethargie zurück und selbst das günstige Ergebnis der 800 Millionen-Anleihe konnte hieran nichts ändern. Der noch aus der Inflation stammende hohe Börsenstempel machte ebenfalls größere Umsätze bei den geringen Kursschwankungen unmöglich. Ebenso bewirkte das wieder erwachende Interesse für festverzinsliche Werte, deren Anschaffung mit Rücksicht auf die wahrscheinlich zu erwartende Aufwertung, besonders günstig erschien, ein weiteres Fernbleiben des Publikums vom Kuxenmarkt.

Im allgemeinen richtete sich die Tendenz der Essen-Düsseldorfer Börse nach der Tendenz in Berlin und anderen großen

Börsen. Erst gegen Ende des Jahres machte sich vor allem für die Kohlenkuxe eine größere Belebung bemerkbar, die dann auch zu wesentlichen Kursverbesserungen führte.

Die Kohlenaktien hatten unter dieser sinkenden Börsentendenz am meisten zu leiden. Durch die Verwässerung des Kapitals in den Vorjahren hatten sie sich wegen ihrer großen Beweglichkeit und ihrer relativen Billigkeit den Kuxen gegenüber einer großen Beliebtheit erfreut. Die Umstellung auf Goldmark, die jetzt wieder eine zuverlässige Bewertungsgrundlage ergab, zeigte, daß die meisten dieser Aktien stark überbewertet waren. Infolgedessen gaben alle Aktien im Kurse nach. Manche fielen bis auf die Hälfte, einzelne sogar bis auf ein Zehntel der Jahresanfangskurse.

An Transaktionen sind zu erwähnen, der Uebergang der Majorität der Carl Friedrich A.-G. an den Eschweiler Bergwerksverein. Harpen verkaufte seine Majorität von Westfalen an Georg Giesches Erben in Breslau, um sich Betriebsmittel zu schaffen.

Eine etwas günstigere Geschäftslage als der Kohlenkuxenmarkt, hatte der Markt der Braunkohlenkuxe. Im allgemeinen brachten die Kuxe dieselbe Bewegung mit wie die Kohlenkuxe, doch in weniger verstärktem Maße, besonders wenn es sich um Kurssenkungen handelte. Die Werte des Michel-Konzerns schütteten sogar eine kleine Ausbeute aus. Die Nachfrage nach ihnen war während des ganzen Jahres gut, trotzdem entwickelte sich kein größeres Geschäft.

Im Anfang des Jahres hatte der Kalimarkt das weitaus größte Geschäft aufzuweisen. Die Lage der Kaliindustrie wurde äußerst günstig beurteilt. Vor allem die noch nicht abgeschlossene Konzernbildung und der Kursstand, der noch weit über den Friedenskursen war, ließen eine solche Beurteilung auch gerechtfertigt erscheinen. Entgegen dieser Meinung hat sich aber die Lage des Kalibergbaus durch die Krise in Verbraucherkreisen und dem sehr hinter den Erwartungen zurückbleibenden Auslandsabsatz so verschlechtert, daß eine ganze Reihe von Gewerkschaften sich zur Einziehung von Zubaßen veranlaßt sahen. Die Stillegung von mehreren Gewerkschaften, die durch erhöhte Betriebskosten und die allgemeine Kreditknappheit notwendig wurde, ließ die Kurse teilweise bis auf ein Viertel und auf ein Achtel der Höchstkurse zu Anfang des Jahres herabsinken. In der Folgezeit gestalteten sich die schon so oft aufgenommenen aber noch nie zum Erfolg geführten Verhandlungen wegen der Beteiligung der elsässischen Kaligewerkschaften günstig, und führten zum Abschluß eines Abkommens, in dem zwar den elsässischen Kaligruben eine höhere als vorgesehene Quote zugebilligt werden mußte.

Vor allem waren nachher die Anteile der zum Wintershall-Konzern gehörigen Gesellschaften gefragt. Wintershall selbst hatte einen Kurs von ca. Mk. 35 000.—, dies ist für 1924 der höchste aller notierten Kurse. Dem Wintershall-Konzern war es gelungen, seine Vormachtstellung noch weiter zu befestigen. Er verfügt zusammen mit Glückauf Sondershausen und Deutsche-Kali über eine Syndikatsbeteiligung von rund 400/1000. Auch die Regelung der Valutaschuldscheine von Wintershall, Alexandershall und Sachsen-Weimar führte zu einem günstigen Abschluß.

In einer weniger günstigen Lage befand sich der Burbach-Konzern. Wenn auch, wie die nächsten Jahre gezeigt haben, die Rationalisierung in ihm nicht so straff hat durchgeführt zu werden brauchen, wie im Wintershall-Konzern, und wenn auch hier verhältnismäßig mehr Schächte im Betrieb geblieben sind als bei Wintershall, so drückten doch die Anfang des Jahres fälligen Zubeßen sehr auf die Kurse und ließen ein größeres Geschäft nicht aufkommen. Ebenso hatten die beiden anderen Konzerne, der Sauer- und der Gumpel-Konzern keine größere Geschäftstätigkeit aufzuweisen, zumal vor allen Dingen bei Gumpel größere Zubeßen ausgeschrieben wurden und seine Aktiengesellschaften über Erwarten stark zusammenlegten.

Der Markt der unnotierten Aktien zeigte ein vollständig verändertes Bild. Die Bewertung in Goldmark ließ erkennen, daß sehr viele Aktien nur noch Bruchteile von Goldmark wert waren und so für den Handel, selbst am unnotierten Markt, vollständig ausfielen. Bedauerlicherweise hat sich bei der Bewertung nach Goldmark auch herausgestellt, daß auch größere Werte, wie z. B. Becker Stahl von der Geldentwertung so in Mitleidenschaft gezogen waren, daß eine Stillegung und eine viele Monate dauernde Geschäftsaufsicht erst Klärung schaffen konnten, sehr zum Nachteil der Aktionäre, die fast ihr ganzes, in solchen Unternehmen angelegtes Kapital verloren.

Das Rückgrat des Aktienmarktes bildeten in diesem Jahre vor allem die Aktien der großen Unternehmen, wie Rh. W. E., Gelsenberg, Dahlbusch, Lothringen und die Aktien einiger ortsansässiger Unternehmen, in denen aber wegen der vorherrschenden Materialknappheit keine größeren Umsätze zustande kamen.

Durch den Fortfall der Notierungen einer ganzen Reihe von Werten schrumpfte die Zahl der, sowohl im amtlichen als auch im freien Verkehr gehandelten Werte sehr zusammen. Der Börsenvorstand hat sich deshalb bemüht, eine Reihe neuer Effekten zur Notierung und zum Handel auf dem amtlichen Markt einzuführen. Es wurden im ganzen 8 Aktiengesellschaften mit einem Nominalkapital von insgesamt 200 Millionen, die

Kuxe von 3 Kaligewerkschaften und einer Braunkohlengewerkschaft und außerdem noch an festverzinslichen Papieren, Reichsschatzanweisungen, die 6 % Rheinprovinzanleihe von 1923 und ein Teil der Kruppschen Dollaranleihe neu eingeführt.

Die wieder stabilisierten Währungsverhältnisse ließen vor allem an anderen Börsen den Handel in festverzinslichen Werten wieder aufkommen. Auch an der Essen-Düsseldorfer Börse machte sich eine größere Nachfrage nach solchen Papieren bemerkbar. Es handelte sich hier aber weniger um den Wunsch des Publikums nach Kapitalanlagen gegen eine feste Verzinsung, dafür war noch viel zu wenig Kapital vorhanden. In erster Linie waren es spekulative Momente, die die Banken und auch das Publikum dazu veranlaßten, Vorkriegsobligationen mit Rücksicht auf die in der 3. Steuernotverordnung vorgesehene Aufwertung zu kaufen. Auf der anderen Seite waren auch für die Altbesitzer die nötigen Voraussetzungen für einen Verkauf gegeben. Die schwierige finanzielle Lage, in denen sich ein großer Teil der Altbesitzer befand, ließen einen Verkauf dieser Effekten zu einem Kurs, der nur wenig unter dem erst in mehreren Jahren zu erwartenden Aufwertungsbeitrag lag, ratsam erscheinen. Das umfangreichste Geschäft entwickelte sich vor allem in den Vorkriegsobligationen der Schwerindustrie, während Staats- und Kommunalanteile weniger begehrt waren. Die Anleihen der Kaliindustrie hatten ebenfalls keinen großen Umsatz aufzuweisen. Der Kapitalmangel war in dieser Industrie so groß, daß sie nicht einmal in der Lage war, wie die anderen Industriegesellschaften, durch eigene Rückkäufe den Anstoß zu einer größeren Umsatztätigkeit zu geben.

Was nun die Kursbewegung im einzelnen angeht, so liegen die Kurse für die kleineren Kohlenkuxe durchweg unter den Schlußkursen des Vorjahres. Die mittleren und schwereren Werte haben ihren Kurs alle im Laufe des Jahres verbessert. Die Kurssteigerungen betragen hier durchschnittlich 20—30 % gegenüber dem Endkurs des Jahres 1923. Sie sind an den Friedenskursen gemessen, noch weit unter ihnen.

Am meisten unter allen Effekten hatten die Kohlenaktien unter der mit der Stabilisierung einsetzenden Wirtschaftskrise zu leiden. In Börsenkreisen glaubte man mit den an sich schon niedrigen Kursen des Dezembers 1923 den möglichen Tiefstand der Kohlenaktien erreicht zu haben. Die jetzt einsetzende Periode „normaler Wirtschaft“, wenigstens in bezug auf die Währung, zeigt, daß man sich mit dieser Meinung in einem großen Irrtum befand. Vor allem ist die Verwässerung der einzelnen Gesellschaften nicht genügend berücksichtigt worden, und steuerliche und soziale Lasten, verbunden mit den

ungünstigen Absatzverhältnissen, taten das ihrige dazu. Die Mehrzahl der Kohlenaktien hatte einen Verlust von mindestens 50 % ihres vorjährigen Schlußkurses zu verzeichnen. Eine Ausnahme bildete Lothringen, die gegen Ende des Jahres 78 %, also 18 % höher notierten.

Kalikuxe und Aktien hatten im Durchschnitt gegen Ende des Jahres eher etwas gewonnen, in erster Linie waren es hier die Werke des Wintershall-Konzerns, die vereinzelt mit erheblichen Kursbesserungen für das Jahr 1924 abschlossen. Die Kuxe der anderen Konzerne hielten sich ungefähr auf ihrem alten Kursstand, dagegen gaben die Aktien zum Teil erheblich im Kurse nach, wenn auch die Kursverluste lange nicht so groß waren, wie bei den Kohlenaktien. Auf dem Markt der Kalikuxe wirkten die großen Konzernierungen, die zu dieser Zeit gerade im Gange waren und die damit verbundenen Aufkäufe steigernd auf die einzelnen Papiere ein, zumal damals noch das Publikum und auch die Banken nicht an die großen finanziellen Opfer dachten, die die Rationalisierung als eine Folge des konzernmäßigen Zusammenschlusses ihnen später auferlegt hat.

Die für das Jahr 1925 erhoffte Besserung der allgemeinen Wirtschaftslage ist nicht eingetreten. Wohl hatte der Abschluß des Dawes-Abkommens für die wirtschaftliche Lage eine gewisse Klärung gebracht und die zu Anfang des Jahres aus dem Ausland hereinströmenden Kredite vermochten vorübergehend die Anspannung des Geldmarktes zu mildern. Als aber dann das Ausland infolge eintretender politischer Schwierigkeiten dazu überging, seine in Deutschland kurzfristig investierten Kredite zurückzuziehen, waren von neuem die Voraussetzungen für eine neue Wirtschaftskrise gegeben. Wenn man auch nicht befürchten mußte, daß die neu auftretende Krise dieselben Ausmaße erreichen würde, wie die Krise im vorigen Jahr, so durfte man dabei doch nicht vergessen, daß eine Wirtschaft, die gerade eine Krise überstanden hat, lange nicht so widerstandsfähig ist, wie eine Wirtschaft, der es jahrelang, wenn auch nur scheinbar, gut gegangen ist.

Der Kohlenbergbau war in erster Linie auch in diesem Jahre wieder der Leidtragende. Die allgemeine Kreditnot, die von allen Erwerbsunternehmen als schmerzlich und drückend empfunden wurde, trat in besonders krasser Form beim Kohlenbergbau in Erscheinung. Der Bergbau hatte nämlich nicht nur die höheren finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen wie jede andere Industrie, darüber hinaus hatte er für viele Monate im voraus die Gestehungskosten für seine Produkte vorzulegen, da der allgemeine Absatzmangel nur den Verkauf eines Bruchteils der Produktion zuließ und schließlich zur Stillegung einer großen Zahl von Zechen führte, die wieder auf der anderen Seite

Arbeiterentlassungen nötig machten und somit die sozialen Lasten der Unternehmer vergrößerte.

Der Absatz der Kaliindustrie war zu Anfang des Jahres 1925 wesentlich größer als im Vorjahre. Er hatte im Januar ein Mehr von $1\frac{1}{4}$ Millionen Dz. aufzuweisen und blieb auch noch in den nächsten Monaten ganz erheblich über dem Monatsdurchschnitt des Vorjahres. Die Preise waren jedoch zu niedrig, um selbst aus einem derart gesteigerten Absatz einen Verdienst zu haben. Nach einer Berechnung des Kalisyndikats erhielten die Zechen für ihre Produkte unter Berücksichtigung der Lohnerhöhungen und der gestiegenen sozialen Lasten ungefähr 15 % weniger als im Jahre 1913. Es ist klar, daß mit solchen Preisen bei einem Preisstand von ca. 150 % gegenüber den Vorkriegspreisen, von einem Verdienst nicht gesprochen werden kann.

Die zu Anfang des Jahres auf allen Märkten eingetretene Besserung der Kurse war nicht von langer Dauer. Wohl hatten die Umstellungen auf Goldmark einen verhältnismäßig klaren Ueberblick über die Lage der Industrie und des Bergbaus gegeben, aber die nun schon im Anfang des Jahres einsetzende neue Wirtschaftskrise, verbunden mit einer großen Kapitalknappheit ließ zuerst die Gewinne des Jahresanfangs wieder verlorengehen und bewirkte nachher noch ein weiteres Absinken der Kurse bis weit unter den tiefsten Stand des Vorjahres.

Vor allem waren es dieses Mal die Unternehmen des Kohlenbergbaus, die sich die größten Kursabstriche gefallen lassen mußten. Auch die schweren Werte, die sich früher wegen ihres ausgesprochenen Goldmarkcharakters und wegen der hohen Realwerte, die sie repräsentierten, gut gehalten hatten, verloren ganz erheblich.

Die Endkurse betragen nur etwa im Durchschnitt die Hälfte im Vergleich zu den Kursen des Vorjahres, wobei noch berücksichtigt werden muß, daß die vorjährigen Endkurse im Anfang des Jahres wesentlich überschritten wurden. Bei den schwereren Kohlenwerten machte sich auch dieses Jahr wieder eine größere Widerstandsfähigkeit bemerkbar, dagegen haben einige von den mittleren und kleineren Werten am Ende dieses Jahres nur noch einen Bruchteil ihres früheren Kurswertes. Ebenso viel, vereinzelt sogar noch mehr verloren die Kohlenaktien. Besonders empfindlich wurden Lothringen von der nachgebenden Tendenz betroffen, der Kurs ist nur noch 36 % gegen 115 % im Jahre 1924.

Die Krise im Kohlenbergbau ließ es auch im zweiten Jahre nach der Stabilisierung nicht zur Ausschüttung einer Dividende oder Ausbeute kommen. Von den Kuxen zahlten nur Ewald,

Konstantin und Langenbrahm eine geringe Ausbeute, bei den Aktien verteilte nur Dahlbusch als einzige eine Dividende von 6 %. Eine Reihe von kleineren Gewerkschaften konnten ihren Betrieb nicht mehr aufrechterhalten und wurden von größeren Gewerkschaften aufgekauft.

Die Gewerkschaft Alte Haase verkaufte ihre Syndikatsbeteiligung an das Syndikat, Blankenburg kam zu Ewald, Webko wurde von Rheinstahl und Becker Kohle (Admiral) von Lothringen übernommen.

Der Markt der Braunkohlenwerte zeigte am längsten einige Widerstandskraft gegen die sinkende Börsentendenz. Der Geschäftsgang in der Braunkohlenindustrie war auch während des ganzen Jahres einigermaßen befriedigend. Die allgemein schwache Börsenlage ließ aber auch diese Werte bis zum Ende des Jahres durchschnittlich die Hälfte ihrer Kurse verlieren.

Die dem Michelkonzern zugehörigen Werte schütteten sogar eine Ausbeute aus, die ungefähr einer Verzinsung von 5 % entspricht. Bellerhammer verteilte eine Ausbeute von Mk. 90.— bei einem Endkurs von nur Mk. 900.—. Am widerstandsfähigsten waren Zukunft Aktien, die schon 1924 eine Dividende von 10 % verteilten.

Der Kalikuxenmarkt stand auch im Jahre 1925 wieder ganz unter dem Einfluß der Konzentrationsbestrebungen. Die Kurse sanken bis zum Ende des Berichtsjahres durchschnittlich ebenfalls bis auf die Hälfte. Manche, vor allem kleinere Kuxe verloren noch viel mehr. Bei den mittleren Kuxen konnte Alexandershall seinen Kurs infolge der günstigen Relation zu den Aktien der Kaliindustrie am ehesten halten. Der Kux verlor im Laufe des Jahres nur Mk. 1000.— bei einem Anfangskurs von Mk. 6000.—.

In gleichem Maße wurden die Kaliaktien von den Kursrückgängen betroffen. Am widerstandsfähigsten waren Kali-Industrie, Hallesche Kali und Salzdethfurth.

Auf dem Markt der unnotierten Aktien waren es nur wieder Uerdinger Waggon, Kabel Rheydt und vor allem Rh.W.E., die überhaupt einige Umsätze erzielen konnten. Im übrigen setzte sich hier die Entwicklung, die schon im Vorjahre begonnen hatte, fort. Der weitaus größte Teil der noch zu Anfang hier gehandelten Aktien sah sich den schwierigen Anforderungen einer Krise nicht gewachsen und ging in Konkurs oder unter Geschäftsaufsicht, so daß von einem Handel in diesen Werten gar keine Rede mehr sein konnte. Lediglich die unglücklichen Aktionäre dieser Unternehmen versuchten ihre Bestände zu jedem Preis los zu werden, was ihnen dann auch meist mit großen Verlusten gelang. Der Zusammenbruch dieser Gesellschaften ist um so weniger erfreulich, als es gerade meist

kleinere Kapitalisten und Sparer waren, die hier ihr ohnehin schon kleines Kapital investiert hatten und durch den Zusammenbruch fast restlos verloren. Aber auch eine ganze Anzahl von Banken hatten sich in diesen Werten stark engagiert und erlitten ebenfalls große Verluste, die bei einigen kleineren Banken zur Geschäftsaufsicht oder zum Konkurs geführt haben.

Der fast vollständige Ausfall dieses Marktes und die fortschreitende Konzernierung im Kohlenbergbau und in der Kaliindustrie ließ wieder eine ganze Reihe von Effekten vom Kurszettel verschwinden. Der Börsenvorstand bemühte sich deshalb wieder z. T. mit gutem Erfolg um die Einführung neuer Werte zur amtlichen Notiz. Etwa 25 verschiedene Gesellschaften wurden neu zugelassen, darunter sind aber eine ganze Reihe von Kuxen und Aktien, die bis dahin schon im Freiverkehr gehandelt wurden. Der Gesamtumfang der gehandelten Effekten hat sich hierdurch kaum vergrößert, es hat lediglich eine Verschiebung zu Gunsten des amtlichen Marktes stattgefunden. Dies spielt also in bezug auf den Umfang des Handels an der Essen-Düsseldorfer Börse gar keine Rolle. Nur in börsentechnischer Hinsicht bringt es einen Vorteil, weil jetzt der früher von dem amtlichen Verkehr räumlich getrennte Freiverkehr zum Teil in den amtlichen Markt herübergenommen worden ist und so eine Vereinfachung des Handels zustande kommt.

Das Jahr 1926 brachte für den ganzen Effektenverkehr eine außerordentlich große Belebung. Ausgehend von den Käufen des Auslandes, an denen sich Amerika in hervorragender Weise beteiligte, zogen schon zu Anfang des Jahres die Kurse an der Berliner Börse um ein erhebliches an. Auch in Essen und Düsseldorf war schon in den ersten Monaten eine kräftige Belebung des Geschäftes zu bemerken. Für die hiesigen Börsen ließ die erhöhte Geschäftstätigkeit in der Mitte des Jahres wieder nach, trotzdem sich zu derselben Zeit in Berlin eine mit beträchtlichen Kurserhöhungen verbundene Hausse, vor allem für Terminpapiere durchsetzte. Erst die Auswirkungen des englischen Bergarbeiterstreikes und die günstigere Lage der kohlenverarbeitenden Industrie, ließen im letzten Drittel des Jahres die Kurse in Essen und Düsseldorf um ein erhebliches ansteigen. Die Haldenbestände, die mittlerweile bis auf 10 Millionen Tonnen angewachsen waren, sind am Ende des Jahres fast vollkommen ausverkauft, das Kohlensyndikat hat seine Produktion schon auf Monate hinaus vergeben.

Das größte Interesse nahmen naturgemäß die schwereren Werte für sich in Anspruch, die ihre verbesserte Geschäftslage mit einer Ausbeutezahlung dokumentierten, die aber noch lange

nicht an das heutige Erträgnis der festverzinslichen Werte heran kommt. Ewald erreichte einen Kurs von über Mk. 60 000.— Constantin und Graf Bismarck erreichten Kurse von über Mk. 50 000.—, während König Ludwig einen Kurs von über Mk. 40 000.— hatte.

Kohlenaktien waren zuerst stark vernachlässigt den Kuxen gegenüber, holten dann aber bald das Versäumte auf. Lothringen, Adler Kohle und Niederrheinische Bergbau, die unter den Kursverlusten des Vorjahres am meisten gelitten hatten, konnten ihren Kurs im Laufe des Jahres vervierfachen.

Auf dem Braunkohlenmarkt herrschte zum größten Teil eine Materialknappheit, die eine volle Entfaltung des Geschäftes sehr hinderte. Die hier gehandelten Werte konnten aber auch durchweg gute Kurserhöhungen erzielen, die im Durchschnitt das 2—3 fache ihrer niedrigsten Kurse ausmachten. Dabei muß noch berücksichtigt werden, daß die Braunkohlenpapiere auch nicht in dem Maße zurückgegangen sind, wie die übrigen Effekten.

Am schlechtesten hat der Kalimarkt bei der Hausse des Jahres 1926 abgeschnitten. Wohl hielten hier die Kurssteigerungen mit den übrigen Papieren Schritt, kamen aber schon um die Mitte des Jahres ihnen gegenüber ins Hintertreffen. Der Geschäftsgang war im allgemeinen wieder einmal nicht befriedigend und die zugebilligten Preise viel zu niedrig. Einige von den rationalisierten Unternehmen mußten sogar ihren Betrieb einstellen. Die im vorigen Jahre durchgeführte Konzernierung hat in diesem Jahre kaum etwas Neues gebracht. Der Versuch von Wintershall, die Mehrheit der Gumpelgruppe zu erwerben, verursachte einen nun noch engeren Anschluß dieser Gruppe an den Burbachkonzern.

Die sich durch die Konzernbildung ergebenden Gegensätzlichkeiten ließen beim Publikum kein großes Vertrauen aufkommen, außerdem waren die meisten Gewerken der zum Wintershall gehörigen Gewerkschaften wegen der ungünstigen Relation ihrer Kuxe zu den Kaliindustrieaktien, die in keinem Verhältnis zu dem Kurs zur Zeit des Angebots stand, sehr verbittert. So kommt es, daß sich das Geschäft am Markt der Kalipapiere nicht so entwickelt hat, wie angenommen worden ist. Im allgemeinen konnten sich hier die Kurse nur knapp verdoppeln. Die Werte der Kaliindustrie A.-G. erreichten durchweg nur Kurssteigerungen von nicht mehr als 20 %.

Dasselbe, was oben für Kalikuxe gesagt worden ist, gilt auch für die Aktien. Kurssteigerungen auf das Doppelte gehören auch hier zu Seltenheiten, trotzdem die meisten Gesellschaften eine für heutige Verhältnisse große Dividende ausgeworfen haben.

Der Markt der unnotierten Aktien verfügt jetzt, nachdem der Reinigungsprozeß nun endgültig vollzogen sein dürfte, noch über die stolze Zahl von ungefähr einem halben Dutzend Aktien, bei denen aber, wie der Börsenbericht sagt, „die Umsätze nicht sehr groß sind“. Die Kurse dieser Aktien sind natürlich bei der allgemeinen Aufwärtsbewegung mitgestiegen.

Im Jahre 1927 machte die bereits gegen Ende des Vorjahres eingetretene erhebliche Besserung der Kurse und die erhöhte Geschäftstätigkeit weitere Fortschritte. Vor allen Dingen waren es noch die Folgen des Bergarbeiterstreiks in England und die sich aus der Geldflüssigkeit ergebende allgemeine Konjunktur für fast die gesamte deutsche Industrie, die solche Kurssteigerungen hervorriefen. Selbst die mit der höchsten Geschäftstätigkeit verbundene Geldversteifung bewirkte im ersten Drittel des Jahres noch keine Rückschläge an der Börse. Vor allem waren schwere Kohlenkuxe sehr gesucht, und Ewald konnte einen Kurs von über Mk. 70 000.— erreichen, Graf Bismarck stiegen bis auf Mk. 57 000.—. Auch Kohlenaktien, Braunkohlenkuxe und die Aktien der großen Industrieunternehmen konnten noch gegenüber den Höchstkursen des letzten Jahres erhebliche Gewinne erzielen.

Etwas uneinheitlicher war die Bewegung auf dem Markt der Kaliwerte, während die Kuxe des Sauer- und Gumpel-Konzerns und der Burbach-Gruppe noch nach den ersten 2 Monaten im Gegensatz zu der eher rückläufigen Tendenz der Berliner Börse sich nicht nur gehalten, sondern auch noch darüber hinaus erhebliche Kursgewinne erzielt hatten, waren in den Monaten März und April auf dem ganzen Kalimarkt fast nur Rückgänge zu verzeichnen. Zurückzuführen sind die Kursverluste wohl nicht auf den allgemeinen Geschäftsgang der Kaliindustrie, da der Absatz in den ersten 3 Monaten um mehr als 1 Million Dz. gegenüber dem Vorjahre gestiegen war, als eher auf die von den Gewerkschaften und Aktiengesellschaften vorgeschlagene Dividende und Ausbeute, die für das Publikum eine große Enttäuschung bedeuteten.

Der große Rückschlag, von dem die Berliner Börse um die Mitte des Jahres betroffen wurde, hat selbstverständlich auch seinen Einfluß auf die hiesige Kuxenbörse ausgeübt, wenn auch hier vor allen Dingen bei Kuxen, die Rückgänge prozentual lange nicht so groß waren, wie in Berlin. Hervorgerufen wurde dieser allgemeine Rückgang auf dem Effektenmarkt vor allem durch die allmählich eingetretene Ueberbewertung sämtlicher Effekten, denn wenn man auch mit Recht sagt, daß die Börse der Gradmesser für das Wirtschaftsleben eines Landes ist, so ist dies doch nur bedingt richtig, insofern nämlich als sich aus dem ungefähren Durchschnitt der Effektenkurse für eine längere

Periode, wohl Rückschlüsse auf die Geschäftslage ableiten lassen; dabei darf aber nicht vergessen werden, daß die Börse sowohl nach oben als auch nach unten diesen Ereignissen vorausseilt und ihre einmal gefaßten Meinungen auch dann noch behält, wenn die Voraussetzungen dazu nicht mehr vorhanden sind. So findet man immer wieder, daß die Börsenkurse nach einer Konjunktur noch einige Zeit weitersteigen, während sich in der Wirklichkeit in der Wirtschaft schon eine Depression bemerkbar gemacht hat. Bei einer Baisse ist dasselbe umgekehrt der Fall. Die Börsenkurse steigen gewöhnlich erst, nachdem die Depression schon eine Zeit lang überwunden ist und sich die Konjunktur schon wieder auf einer aufsteigenden Linie befindet.

Nach dem Kurssturz in der Mitte des Jahres wurde die Geschäftstätigkeit wieder sehr gering. Die wieder eintretende Geldknappheit, die durch die für Deutschland ungünstigen Ansichten des Auslandes über das Kreditgebaren der öffentlichen Körperschaften hervorgerufen war, ließ an der Börse keine größeren Umsätze zu. Verluste von mehreren Mk. 1000.—, vor allem bei schweren Kohlenkuxen, waren keine Seltenheit, und auch Kohlenaktien, Industrieaktien und Braunkohlenwerte wurden fast im gleichen Maße von der rückläufigen Börsentendenz getroffen. Am besten hat sich der Kalimarkt gehalten, dieses ist aber auch sehr verständlich, da er in den Zeiten der Hausse auch lange nicht die Kurssteigerungen mitgemacht hat, wie die übrigen Werte. Im allgemeinen ist das Geschäft an der Essen-Düsseldorfer Börse von der zweiten Hälfte des Jahres 1927 an wieder auf ein Minimum zusammengeschrumpft.

Veränderungen innerhalb der an der Essen-Düsseldorfer Börse gehandelten Wertpapiere und die Umsätze auf dem Kuxen- und Aktienmarkt.

Mehrfach ist schon auf die Verringerung der Kuxe hingewiesen worden. Die Zahlen, die in dem Kapitel über den Kreis der Effekten angegeben sind, beziehen sich nur auf den amtlichen Verkehr, der wohl gegen früher an Bedeutung zugenommen hat, weil jetzt auf dem amtlichen Markt vor allem sich die Zahl der Dividendenpapiere vergrößert hat, der aber, was Kuxen angeht, eine von Jahr zu Jahr geringere Anzahl von Ausbeutewerten aufweist. Nun ist die Trennung des amtlichen und nichtamtlichen Verkehrs, wenn man einen Gesamteindruck von der hiesigen Börsentätigkeit gewinnen will, nicht durchzuführen. Man muß vor allem die schwereren Werte des Freiverkehrs noch mit in diesen Kreis hineinbeziehen. Um hierfür

einen Ueberblick zu gewinnen, sind sämtliche Prospekte der Banken durchgesehen worden, und die Zweimonatsberichte der Deutschen Bank, Filiale Essen, geben hierzu wohl die geeignete Unterlage.

Dieser Bericht führt die Effekten nach ihren Gattungen getrennt auf und macht Unterschiede zwischen:

1. Kohlenwerten sowohl Kuxen und Aktien,
2. Kaliwerten ebenfalls Kuxen und Aktien,
3. Braunkohlenwerte Kuxe und Aktien,
4. Erzkuxen,
5. verschiedene Aktiengesellschaften.

An Kohlenkuxen führt er 20 verschiedene Kuxe auf, von denen 12 Konzernen angehören und eine Zeche stillgelegt ist. Naturgemäß ist der Umsatz in den Anteilen der konzernierten Unternehmen am kleinsten. Einige von ihnen befinden sich nämlich bis auf ganz wenige Stücke in der Hand des betreffenden Konzerns und auch diejenigen Stücke, die sich noch im Privatbesitz befinden, sind zum größten Teil gepolt, so daß für den Umsatz nur eine ganz kleine Zahl in Frage kommt.

Daneben haben vor allem die schweren und schwersten Werte durch den hohen Wert, den sie mit der Zeit bekommen haben, eine zu geringe Beweglichkeit, denn ihre Anschaffung erfordert eine Summe, für die man 20 oder 30 Stück guter Aktien bekommen kann. Einzelne Gewerkschaften unter den schwersten, auch Ewald, sind aus diesen Erwägungen zu einer Unterteilung ihrer Anteile übergegangen.

Bei der stark verringerten Zahl der Kohlenkuxe — es kommen heute eigentlich nur noch 6 Werte für auch nur mittlere Umsätze in Betracht, gegen 72 von 50 Jahren — kann sich auf dem Kohlenkuxenmarkt kein großes Geschäft entwickeln. Dagegen haben sich die Umsätze in Kohlenaktien ganz erheblich vergrößert, weniger der Zahl nach, als nach der Größe der Unternehmen. Die kleineren Gesellschaften sind zum Teil aus den früheren Gewerkschaften entstanden. Die großen und größten Gesellschaften sind zum Teil Konzerne auf vertikaler Grundlage aufgebaut, die unter der Gesellschaftsform der A.-G. betrieben werden, so Lothringen, Mannesmann, Vereinigte Stahlwerke, Rheinstahl.

Wenn auch diese Werke zahlenmäßig in nicht viel größerer Menge vorhanden sind als die Gewerkschaften, so beträgt doch das in ihnen investierte Kapital das Vielfache des gesamten Gewerkschaftskapitals und die Umsätze an der Börse erreichen bei ihnen eine Höhe, mit denen sich die Umsätze in Kuxen gar nicht vergleichen lassen.

Alle Braunkohlenkuxe, 10 an der Zahl, die an der hiesigen Börse zur Notiz gelangen, verfügen zusammen nur über ein

Kapital von 36 Millionen, nach dem Endkurs von 1926 gerechnet. Wenn man dabei noch berücksichtigt, daß die 6 größten von ihnen zu Konzernen gehören, wird es klar, daß die Umsätze für die Börse nicht von großer Bedeutung sein können. Sie werden eben hier nur gehandelt, weil es gewerkschaftsmäßig betriebene Unternehmen sind und die Essen-Düsseldorfer Börse die einzige Kuxenbörse Deutschlands ist.

Dasselbe gilt von den 7 hier notierten Erzkuxen, die noch einen viel geringeren Wert darstellen und bei denen bis auf Sachtleben, Bernhardshall und Wilhelmine fast gar keine Umsätze vorkommen.

Den weitaus größten Anteil am Kuxenmarkt haben sowohl zahlen- als auch kapitalmäßig die Kalikuxe. Als die schon im Ende des vorigen Jahrhunderts einsetzende Konzentrierung der Schwerindustrie eine Anzahl von Kohlenkuxen und Aktien vom Kurszettel verschwinden ließ, begann der Börsenvorstand im Jahre 1895 mit der Einführung von vorläufig 5 Kalikuxen. Bestimmend für die Einführung war vor allem auch die Tatsache, daß die Kaliindustrie in erster Linie von dem Westen Deutschlands finanziert worden ist. Die Kenntnis des Bergbaubetriebes, die Vertrautheit mit den Abbauarten und der Geschäftsführung der Gewerkschaften, das Vertrauen auf eine günstige Entwicklung dieser neuen Industrie, der man wegen ihrer Monopolstellung nur die günstigsten Aussichten vorher sagte, veranlaßten die westdeutschen Banken und Kapitalisten, sich eingehender mit dem Kalibergbau zu beschäftigen, und die natürliche Folge davon war, daß man solchen Werten auch hier im Revier einen Markt schaffte. Die Kuxenbörse mit ihren schon vorhandenen Einrichtungen schien dafür sehr geeignet, zumal der Verlust einiger Kohlenwerte Neueinführungen nötig machte.

Die Zahl der Kalikuxe an der hiesigen Börse ist in der Folgezeit sehr gewachsen, so daß heute der Kurszettel die stattliche Zahl von 80 Werten aufweist, einschließlich der nicht amtlich notierten Kuxe.

Im Gegensatz zu dem Kohlenbergbau, in dem sich einzelne Gewerkschaften noch bis heute ihre Selbständigkeit zu wahren wußten, haben sich die Gewerkschaften der Kaliindustrie sämtlich, ohne eine einzige Ausnahme, zu Interessengruppen zusammengeschlossen, zwischen denen schon seit Jahren ein erbitterter Kampf um die Vorherrschaft geführt wird. Die Notwendigkeit solcher Zusammenschlüsse hat sich in erster Linie ergeben aus der schwierigen finanziellen Lage, in der sich ein großer Teil der Kaligewerkschaften von jeher befand. Das in den 90 er Jahren einsetzende Kaliefieber führte zur leichtsinnigen Gründung vieler Gewerkschaften, deren ungünstige Produktions-

verhältnisse notwendigerweise zu einem Zusammenbruch führen mußten. Wie groß die Zahl dieser Unternehmen ist, kann man am besten daran ermessen, wenn man sich die Zahl der bis heute stillgelegten Zechen vor Augen hält. Nicht weniger als 48 Kalizechen sind von den 80, deren Anteile in Essen und Düsseldorf gehandelt werden, stillgelegt, dazu kommen noch einige, bei denen der Betrieb vorläufig ruht. Solche Zechen sind an sich natürlich vollkommen wertlos und lediglich die Tatsache ihrer Syndikatsbeteiligung hat ihnen noch einen gewissen Wert erhalten.

An sich braucht ja der Zusammenschluß zu Interessengemeinschaften in der Kaliindustrie keinen Einfluß auf den Umfang des Börsengeschäftes zu haben; es ist aber vor allem bei der größten Gruppe, bei Wintershall mehr als eine Interessengemeinschaft, es ist dort ein regelrechtes Aufgehen der kleinen Werte in der großen Konzerngesellschaft, bei der als Dachgesellschaft die Kaliindustrie A.-G. fungiert, die die Majorität aller zum Wintershall-Konzern gehörigen Gewerkschaften, mit Ausnahme der Gewerkschaft Wintershall selbst, in sich vereinigt. Die Abhängigkeit der Gewerkschaften von der Kali-Industrie A.-G. ist so groß, daß für die einzelnen Gewerkschaften gar keine eigene Geschäftsführung mehr besteht, daß sie deshalb auch keine bestimmten Gewinne ausschütten. Ihre Ausbeute ist in ein festes Verhältnis zur Dividende der Kaliindustrieaktien gebracht, so daß der Kurs sich notwendigerweise nach den Aktien der Kaliindustrie richten muß und für die einzelnen Gewerkschaften verhältnismäßig gleich bleibt. Die Kaliindustrie hat einzelnen Gewerkschaften in dem oben gekennzeichneten Verhältnis Umtauschangebote gemacht. Der Umtausch der übrigen Werte wird bestimmt in der allernächsten Zeit Tatsache werden. Ebenso sind die Aktien der Deutschen Kaliwerke A.-G. in ein festes Verhältnis zu der Kaliindustrie-Dividende gebracht worden.

Diese Transaktion im Wintershall-Konzern, der im ganzen über 400/1000 der Beteiligung verfügt, also der größte aller Kalikonzerne ist, läßt seine Werte für die Kursnotierung vollständig ausfallen. Schon jetzt, trotzdem der Umtausch noch gar nicht durchgeführt ist, sind in diesen Werten kaum noch Umsätze zu bemerken. Im ganzen beträgt die Zahl der zu Wintershall gehörigen Gewerkschaften und Aktiengesellschaften einschließlich Deutsche Kali A.-G. 30, die in absehbarer Zeit ganz für den Handel an der Börse ausfallen.

Es ist wohl zu erwarten, daß die anderen Konzerne die Kuxen ihrer Gewerkschaften ebenfalls gegen Aktien oder die Kuxe der Hauptgewerkschaft eintauschen werden und so werden auf dem Kalimarkt in absehbarer Zeit von den 80 Werten,

die heute noch notiert werden, höchstens noch 5 oder 6 übrig bleiben, wie z. B. Wintershall und vielleicht noch der eine oder andere Kux der übrigen Gruppen, Gumpel, Aschersleben, Burbach und Dr. Sauer.

Eine wesentliche Verbreiterung hat der Markt der Industrieaktien erfahren. Die Börse hat sich, angespornt durch den Wegfall fast sämtlicher Freiverkehrswerte nach der Inflation und durch den augenblicklichen oder voraussichtlichen Wegfall der meisten Kuxe bemüht, möglichst viele Aktien von großen Gesellschaften zum Ausgleich für diesen Verlust, neu einzuführen. Die Zahl dieser Aktien, die unter der Rubrik verschiedene Aktien notiert werden, ist etwa 40.

Maßnahmen des Börsenvorstandes zur Förderung der Geschäftstätigkeit.

Vor allem hat sich das umsatzmögliche Kapital an der Essen-Düsseldorfer Börse durch die Einführung dieser Aktien wesentlich vergrößert. Es kommt ja für eine Börse auch nicht so sehr darauf an, eine möglichst große Zahl von Effekten zu handeln, wenn auch eine große Zahl die Vielseitigkeit der Börse und damit auch die Umsätze erhöhen kann. Es ist für eine Börse viel wichtiger, die Effekten von Gesellschaften zu handeln, bei denen ein möglichst großer Teil des Kapitals für den Börsenhandel frei ist und das Kapital nicht nur bei Majoritätskäufen umgesetzt wird, sonst aber brach liegt.

Es fragt sich nun, ob mit einer Einführung auch schon die Voraussetzungen für einen großen Umsatz gegeben sind. Dies läßt sich nicht immer bejahen. Sicher ist auf jeden Fall, daß die Umsätze bei den neueingeführten Effekten nicht die Höhe erreicht haben, wie es erwartet worden ist. Der Grund hierfür ist sehr einfach zu finden. Es bietet nämlich die Betätigung in diesen Effektengattungen, die auch zum großen Teil an anderen Börsen ihren Markt haben, für die Kundschaft höchstens den Vorteil einer schnelleren Orientierung. Der Kunde kann ohne nennenswerte Unkosten hier seinen Bankier an der Börse anrufen und erfahren, wie die Kurse sind und er kann danach seine Dispositionen treffen.

Diesem einen Vorteil stehen aber auch alle die Nachteile gegenüber, die sich aus dem Eigenhandel und der dadurch bedingten Kursnotierung ergeben. Die Kundschaft weiß zum großen Teil was Eigenhandel ist und sie weiß auch, welche Nachteile sie hier gegenüber dem Kommissionshandel haben kann. Es ist daher auch sehr verständlich, daß ein großer Teil der Kundschaft zu Effektengeschäften in diesen Aktien, Börsen

mit Einzel- oder Einheitskursen bevorzugt, bei denen die Bankiers als Kommissionäre auftreten.

Die Mängel, die ihre Ursache in der Technik der Essener Düsseldorfer Börse haben, hat man auch in den Kreisen der Banken erkannt und hat versucht, sie abzustellen, leider nicht nach der richtigen Seite hin, d. h. indem man den Eigenhandel abschaffte, Einheits- oder Einzelkurse notierte und den Kommissionshandel einführte. Man war aber zu der richtigen Erkenntnis gekommen, daß die hohen Spannungen die meiste Schuld an der Abwanderung des Publikums tragen.

Der Börsenvorstand beschloß deshalb im Anschluß an die Jahresendversammlung von 1926, den großen Kursspannen entgegenzuwirken, indem er folgenden Beschluß faßte: „Der Vorstand wird bestrebt sein, nach wie vor möglichst enge Kursspannungen festzusetzen. Sollte das bei starkem Handel nicht möglich erscheinen, dann müßten eben einige Umsätze unberücksichtigt bleiben, da man das als das geringste Uebel empfindet, gegenüber der variablen oder der Notierungsart „von-bis.“

Durch diesen Beschluß ist aber weder den Kunden noch den Banken gedient, denn wem bleibt die Beurteilung überlassen, ob es sich um eine Kursspanne handelt, die man ganz notiert, oder bei der man einige Umsätze ausfallen läßt. Auf der anderen Seite weiß das Publikum von früher her, daß es den Geld- oder Briefkurs berechnet bekommt und wird nun auf keinen Fall mit der Abrechnung eines noch ungünstigeren Kurses, der nicht innerhalb der Notiz liegt, zufrieden sein. Der Abrechnungskurs für den Kunden würde bei einer solchen Kursnotierung sehr ungünstig sein, denn der wirkliche Kurs liegt hier schon außerhalb der Notiz und dazu käme noch der Kursschnitt des Bankiers, so daß der Endkurs, den der Kunde bei einem Kauf berechnet bekommt, sehr wohl mehrere Prozent über dem Briefkurs liegen kann.

Der Terminhandel.

Neben den Bestrebungen zur Einführung neuer Werte, ist auch schon im Jahre 1926 vor allem von seiten der Großbanken die Anregung gegeben worden, den Terminhandel für einige Aktien an der hiesigen Börse einzuführen. Denn nach der Wiedereinführung des Terminverkehrs an der Berliner Effektenbörse wanderte ein großer Teil des Publikums wieder von der Essener Börse ab, da ihm in Berlin bei wesentlich weniger Kapital durch den Terminhandel größere Gewinne in Aussicht standen. Für den Terminhandel kommen nur Aktien in Betracht, bei Kuxen ist er wegen der entgegengesetzten gesetz-

lichen Bestimmungen nicht möglich, und bei Obligationen machen die geringen Kursschwankungen auch kleine Gewinne unmöglich.

Die Frage des Terminhandels war für die hiesige Börse vor allem deshalb so wichtig, weil alle Neueinführungen nicht den Verlust wettmachen konnten, der der Börse durch den Fortfall vieler Kuxe und die allgemein ungünstige Börsenlage entstanden war.

Selbstverständlich ließen es die Banken, deren Hauptgeschäft bis jetzt der Kuxenhandel war, an Bedenken dem Terminhandel gegenüber nicht fehlen, denn seine Einführung bedeutete ja für sie den ersten Schritt zum Kommissionshandel, von dem sie sich natürlich weit geringere Verdienstmöglichkeiten versprachen als von dem bisher gültigen Eigenhandel. Terminhandel mit der Notierung von Geld- und Briefkursen ist natürlich nicht möglich. Bei den geringen Kursschwankungen muß natürlich Kassakurs oder Notierung der variablen Kurse stattfinden. Außerdem sind die Banken beim Terminhandel keine Eigenhändler sondern Kommissionäre. Es hieß für sie ja nicht, nur sich mit einem geringeren Verdienst begnügen, es hieß ja auch für sie den Eigenhandel, den sie so zäh und mit so vielen Argumenten verteidigt hatten, wenn auch nur für eine bestimmte Art von Geschäften aufzugeben und zuzugeben, daß die Umsätze an der hiesigen Börse nicht mehr groß genug waren, um sie lebensfähig zu erhalten.

Nachdem nun für den Terminhandel die Voraussetzungen finanziell technischer Art gefunden waren, als sich die Großbanken bereit erklärten, hierzu die nötigen Reportgelder zur Verfügung zu stellen, faßte der Börsenvorstand trotz der vielen Bedenken, die ihm entgegengebracht wurden, den Entschluß, den Terminhandel für eine kleine Zahl besonders geeigneter Aktien vorläufig versuchsweise einzuführen. Die Vorbereitungen hierzu zogen sich doch fast noch ein Jahr lang hin, und als Reichsrat und Finanzminister schließlich ihre Zustimmung gegeben hatten, und die geeignetsten Aktien ausgesucht worden waren, handelte man zum ersten Male am 4. Oktober 1927 an der hiesigen Börse Effekten auf Termin.

Für den Terminhandel kommen folgende 7 Aktien in Betracht: Barmer Bankverein, Gelsenkirchener Bergwerke, Th. Goldschmidt, Harpener, Rheinische Stahlwerke, Vereinigte Stahlwerke und Mannesmann. Gehandelt wird in Posten von mindestens Mk. 3000.— Nominalbetrag und zwar immer nur bis zum Ultimo des laufenden Monats. Die Kurse zu denen Umsätze stattfinden, werden als Einzelkurse notiert, außerdem werden für die Terminpapiere auch noch Kassakurse festgesetzt. Die Umsätze werden alle über den Makler erledigt, so

daß jetzt die Makler an der Essen-Düsseldorfer Börse auch eine wirkliche Maklertätigkeit dauernd ausüben, was sie ja früher nur bei zwangsweisen An- oder Verkäufen taten. Sie bekommen eine Provision von 0,75 % vom Kurswert.

Die Bankiers sind in bezug auf den Terminhandel Kommissionshändler mit Selbsteintrittsrecht, müssen also zu den Originalkursen abrechnen und erhalten eine Provision von 0,4 %. Die Provision von Bank zu Bank beträgt 0,2 %, die aber nicht dem Kunden weiterberechnet wird. Diese Bankprovision ist in den 0,4 %, die die Bank ihrem Kunden berechnet, enthalten, dagegen wird die Courtage und evtl. geringe Spesen, Telephon u. a. dem Kunden besonders berechnet. An Prolongationsgebühr rechnen die Banken zwischen 0,15 und 0,20 %. Der Kunde hat also, wie aus der obigen Rechnung hervorgeht, für ein Geschäft ungefähr $\frac{1}{2}$ % im ganzen zu bezahlen, dazu kommt allerdings noch das Deckungsgeschäft zu Ultimo in den meisten Fällen, wofür er ebenfalls wieder etwa $\frac{1}{2}$ % an Unkosten aufbringen muß. Immerhin ist die Belastung von höchstens 1 % nicht zu hoch. Die Provisionssätze sind in derselben Höhe wie in Berlin oder an anderen amtlichen Börsen mit Kommissionsgeschäften.

Dem hier ansässigen Kunden bietet die Einführung des Terminhandels und die Notierung von Kassakursen mancherlei Vorteile. Er kann sich während der Börsenzeit bei seinem Bankier nach den Kursen erkundigen und kann auch seine Dispositionen ändern. Dies ist bei einem Verkehr z. B. mit Berlin nicht möglich, denn die telephonische Verbindung dauert gerade in der Börsenzeit so lange, daß er meistens zu spät kommt. Auch spart der Kunde die Telegrammspesen nach Berlin, die bei einigem Umdisponieren doch sehr ins Gewicht fallen können.

Der Terminhandel erfreut sich hier in Essen und Düsseldorf, wenigstens so weit man es bisher beurteilen kann, einer großen Beliebtheit. Die Umsätze sind bis auf die in Barmer-Bankverein- und Mannesmannaktien sehr erheblich; durchschnittlich wird auf dem Terminmarkt ungefähr eine halbe Million an einem Börsentage umgesetzt, das ist sehr oft viel mehr als der Umsatz auf allen übrigen Märkten zusammen.

Wenn man nun dabei noch berücksichtigt, daß diese für die hiesige Börse bestimmt großen Umsätze nur in 5 Papieren zustande kommen, so kann man doch wohl nicht im Ernst behaupten, daß die Umsatzlosigkeit der Börse nur auf die allgemeine schlechte Wirtschaftslage zurückzuführen ist. Man muß wohl zu der Ansicht kommen, daß die Hauptursache der geringen Umsätze auf den übrigen Kuxen- und Aktienmarkt doch unbedingt irgendwo anders liegen muß, denn die Terminpapiere

sind doch in erster Linie solche Aktien, die schon lange hier an der Börse gehandelt werden, aber nicht zum Kassa- oder Einzelkurs, sondern nach der Geld- und Briefnotiz, zu der das Publikum nicht das allerbeste Zutrauen hat und wegen der es auch lieber den viel umständlicheren Weg zu einer anderen Börse geht, soweit es möglich ist, in der Angst vor einer Ueberschätzung durch die Banken.

Die Essener und die Düsseldorfer Börse haben es erfahren, wie falsch es ist, an alten unmodernen kostspieligen Gewohnheiten festzuhalten. Sie haben es aber auch eingesehen und den ersten Schritt auf dem Weg getan, den die anderen Börsen auch gehen. Die Einsicht, daß eine kulante und exakte Kundenbedienung auch im Spekulationsgeschäft nötig ist, und daß dem Publikum von der Börse und den Banken aus vollste Offenheit herrschen muß, hat immer mehr Boden gewonnen. So wird auch die hiesige Börse in kurzer Zeit das altmodische schlechte Kleid des Eigenhandels ausziehen, um zu einer Börse zu werden, die in ihrer Bedeutung und Ruf so groß und so gut ist wie das Ruhrgebiet selbst.

Geschäftsbericht des Wintershall-Konzerns Dt. Kali-Gluckauf.

Kaliindustrie-Eröffnungsbilanz.

Soll			Haben
Wohnhäuser	150 000.—	Gläubiger-Guth. d.	
Inventar	50 000.—	Konz.-Untern.	5 837 770.—
Beteiligung	78 285 136.—	Ueberschuß d. Ver-	
Schuldner	2 385 299.—	mög. üb. Verpfl.	75 032 665.—
	80 870 435.—		80 870 435.—

Gew. Wintershall.

Soll	Eröff.-Bilanz per 1. 1. 1924.		Haben
Gerechtsame	1 500 000.—	4½ % Obl. a. 1911	475 200.—
Grundbesitz	100 000.—	Valutaverbindl. a.	20 950 000.—
Bergwerksanlagen	510 000.—	Wechselverbindl.	369 400.—
Fabriken	600 000.—	Gläubiger	3 534 152.—
Hilfsanlagen	520 000.—	Uebersch. d. V. ü.	
Wohnhäuser	250 000.—	Verpfl.	10 121 813.—
Betriebsstoffe	752 261.—		
Rohsalz	490 940.—		
Kasse	15 986.—		
Beteiligungen	29 494 754.—		
Stammeinl. b. V. V.	1.—		
Wertpapiere	196.—		
Schuldner	1 221 425.—		
	35 455 566.—		35 455 566.—

Anfang 1924 gehören zu Wintershall Dt. Kali Glücklauf:

Alexandershall	Hohenzollern
Bernburg	Hulsen
Benterode	Hupstedt
Bischofsrode	Johannashall
Buttlar	Kaiseroda
Carlsfund	Rheinland
Ellers	Richard
Gebra	Sachsen-Weimar
Glückauf	Westohm
Großh.-Sachsen	W. Ernst
Hedwigsburg	Wilhelmshall
Heiligenmühle	Wintershall
Heiligenroda	Wolframsbaum
Heldrungen	

Weiter wurden übernommen Alkaliwerke	
Rommenberg mit	40,4909 ‰
Rothenfelde mit	1,2077 ‰

Vertrag auf Uebernahme der Beteiligung v.	
Ummendorf-Eisleben	4,8758 ‰

Dadurch Anwachsen der Beteiligungen des Konzerns	
innerhalb der Alt-Kaliindustrie auf	38,43 %

Auf Grund der Stilllegungsverordnung vom 22. Okt. 1921 waren bis Anfang 1924 Stilllegungserklärungen über folgende 23 Werke eingegangen, worunter sich die nachstehenden an der E. D. Börse gehandelten befinden.

Alex III.	Heldrungen II.
Alicenhall	Irmgard
Bismarckshall, A.-G.	Johannashall
Buttlar	Meimershausen
Karlsglück	Reichskrone
Glücksborn	Richard
Großh. W. Ernst I-II.	Westohm
Heiligenmühle	Walter.
Heiligenroda IV u. V.	

Amtliche Kurse zu Anfang der Jahre:

	1919	1920	1921	1922	1923
				in Tsd.	in Mill. Mk.
Constantin	—	73 000	280 000	480	—
Ewald	37 000	74 000	215 000	600	15
Bismarck	55 000	80 000	210 000	600	2,2
Schwerin	15 200	38 000	120 000	340	4,2
Ludwig	30 000	66 000	200 000	610	15
Lgbr.	17 000	25 000	54 000	210	4,4
Dahlbusch	—	—	—	—	in 1000 %
Dt. Lux.	—	—	—	—	
Gelsenberg	—	—	—	—	
Harpener	—	—	—	—	
Köln-Neuess.	410 %	900 %	710 %	—	29
Dt. Kali	185 %	270 %	405 %	1000 %	24

	1924	1925	1926	1927
		in Reichsmark bezw. %		
Constantin	—	31 000	18 000	—
Ewald	27 000	37 500	23 000	60 000
Bismarck	27 000	41 000	—	—

	1924	1925	1926	1927
	in Reichsmark bzw. ‰			
Schwerin	5 000	9 400	3 300	8 000
Ludwig	27 000	31 500	17 500	40 000
Lgbr.	9 000	13 500	9 000	18 500
Dahlbusch	—	121,5	70 ‰	154
Dt. Lux.	—	—	—	—
Gelsenberg	—	—	—	—
Harpener	—	127	86,5	189,5
Köln-Neuess.	65	81	62,5	180
Dt. Kali	55	36	—	—

Literaturverzeichnis.

Bücher:

- Benthe-Fink: Die Verkehrsfähigkeit des Kuxes im preußischen Bergrecht, Jena 1907.
- Bernstein, Otto: Vom Recht der amtlich nicht notierten Werte. Riessers Festgabe, Berlin 1913.
- Damman, Gebr.: Der Kalimarkt während des Krieges, Hannover 1919.
- Diederichs, Aug.: Der Kuxschein, Stuttgart 1908.
- Giebel, August: Die Finanzierung der deutschen Kaliindustrie.
- Hanisch, Prion: Effekten und Verkehr in Effekten, Leipzig, Gloeckner.
- Heilfron, Eduard: Gesetzgebung über Geld-, Bank- und Börsenwesen.
- Jötten, Wilhelm: Zur Geschichte der Essener Börse, Erlangen 1919.
- Kaselnowsky, Richard: Der Rheinisch-Westfälische Kuxenmarkt. Betriebs- und Finanzwissenschaftliche Forschungen, Heft 3, 1919.
- Krämer, Hugo: Die Umwandlung einer Gewerkschaft in eine Aktiengesellschaft, Frankfurt 1922.
- Krupp, Otto: Die Rechte und Pflichten der Gewerken, Borna 1904.
- Landeskroenen, Karl: Die neuere Gewerkschaft nach dem allgemeinen Berggesetz in seiner jetzigen Fassung nach der Novelle von 1909, Berlin 1911.
- Lansburgh, Alfred: Zur Systematik der Preisbildung an der Kuxenbörse.
- Leyden, Karl: Kalikuxe und Bohranteile, Hannover 1906.
- Löffler, Werner: Moderne Konzernierungen, Frankenstein, Philipp 1926.
- Marx, Erich: Deutsche Provinzbörsen, Essen 1912.
- Nußbaum, Arthur: Die Börsengeschäfte, Ehrenbergs Handbuch 1918.
- Philipp, Richard: Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, Betr. und Fin., Forschungen, Heft 9, 1924.
- Prion, Willi: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse.
- Rocke, Paul: Kuxe und Börse, Vorträge über die wichtigsten Fragen der deutschen Kaliindustrie.
- Schmalenbach, Eugen: Finanzierungen, Leipzig 1923.
- Schmidt, Fritz: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Leipzig 1922.
- Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten, Frankfurt 1924.
- Schütze, Alfred: Die Börse und die Börsengeschäfte. In Salings Jahrbüchern.

- Stoßberg, Rudolf: Die Gewerkschaft als Unternehmungsform im Ruhrbezirk, Bochum 1924.
- Verkoyen, Heinrich: Die Pfändung von Kuxen nach dem preußischen allgemeinen Berggesetz, Erlangen 1917.
- Weber, Adolf: Depositenbanken u. Spekulationsbanken, München 1915.
- Weinberg, Gustav: Die Technik des westdeutschen Kuxenhandels, Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschungen, Oktober 1906.
- Werneburg, Hans: Die Kuxe im Bank- und Börsenverkehr, Hannover 1918.
- Wermert, Georg: Ueber die Kursnotierung an der Börse, ihre Schäden und die Mittel zur Schaffung der Kurszettelwahrheit. Jahrbuch für Nat.-Oekonomie und Statistik, 1907.

Jahrbücher und Drucksachen:

- Gumpel: Deutsche Kuxenjahrbücher.
- Heinemann: Jahrbücher der Freiverkehrswerte
- Saling, August: Salings Börsenjahrbücher.
- Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
- Wirtschaft und Statistik.
- Berichte der Essener Credit-Anstalt, Filiale der Deutschen Bank, Essen.
- Berichte über die Kaliindustrie des Bankhauses Levy & Co., Hannover.
- Börsenordnung der Börsen von Essen und Düsseldorf.
- Centralverbandsusancen.
- Drucksachen des Börsenvorstandes und der Handelskammern zu Essen und Düsseldorf.
- Festschriften zur Einweihung der Börsen zu Essen und zu Düsseldorf.
- Jahresberichte und Kurszettel der Börse zu Essen und der Börse zu Düsseldorf.
- Kurse und Jahresberichte des Bankgeschäftes Schüler in Bochum.
- Kurse und Jahresberichte des Bankgeschäftes Stern in Dortmund.

Zeitungen:

- Bankarchiv.
- Buchwalds Börsenberichte.
- Die Unnotierten.
- Die Bank.
- Deutsche Bergwerkszeitung.
- Frankfurter Zeitung.
- Rheinisch-Westfälische Zeitung.
-

Lebenslauf.

Am 25. April 1899 wurde ich, Hans Schichtel, als Sohn des Professors Dr. Karl Schichtel und seiner Ehefrau Helene geb. Bischof zu Oberehnheim geboren. Von 1905 bis 1909 besuchte ich in Essen die Elementarschule, von 1909 bis 1911 die Humboldt-Oberrealschule und von 1911 bis 1915 das Städtische Gymnasium in Essen. Am 12. Juni 1915 trat ich als Kriegsfreiwilliger beim Feldartillerie-Regiment 34 ein. Nach Beendigung des Krieges und nach meiner Entlassung aus dem Heere ging ich zum Realgymnasium Essen über, wo ich am 27. März 1920 das Zeugnis der Reife erhielt. Darauf trat ich als Banklehrling bei der Essener Credit-Anstalt ein und studierte vom Wintersemester 1921/22 ab in Köln, Freiburg und Münster Nationalökonomie. Die Diplomprüfung für Volkswirte bestand ich in Münster am 16. Februar 1925.
